GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Hans Joachim Kopp

Erwerb eigener Aktien

Ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes

DUV Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

Kopp

Erwerb eigener Aktien

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Hans Joachim Kopp

Erwerb eigener Aktien

Ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes

Mit einem Geleitwort
von Prof. Dr. Adolf-Friedrich Jacob

Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Kopp, Hans Joachim:
Erwerb eigener Aktien : ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes / Hans Joachim Kopp. Mit einem Geleitw. von Adolf-Friedrich Jacob.
- Wiesbaden : Dt. Univ.-Vlg. ; Wiesbaden : Gabler, 1996
(Gabler Edition Wissenschaft)
Zugl.: Koblenz, Wiss. Hochsch. für Unternehmensführung, Diss., 1995

Lektorat: Claudia Splittgerber



ISBN 978-3-8244-6272-8 ISBN 978-3-663-08480-8 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-663-08480-8

"Forsan et haec olim meminisse iuvabit !"

(Vergil, Aeneis)

Geleitwort

Im Gegensatz zur amerikanischen ist die Beschäftigung in der deutschen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur mit dem Rückerwerb eigener Aktien durch das emittierende Unternehmen vergleichsweise dürftig. Erst in jüngster Zeit ist das Interesse an diesem Instrument gewachsen (Hampel, Posner, beide 1994). Beide Arbeiten führten bei dem Verfasser zu der Notwendigkeit, die Schwerpunkte seiner Dissertation zu korrigieren und seine Analyse auf die Unternehmensverfassung und die Informationseffizienz des Kapitalmarktes zu fokussieren; dies ist im übrigen der Arbeit meines Erachtens gut bekommen: sie betritt damit in einigen interessanten Aspekten Neuland.

Zwei Hauptfragen werden entsprechend der Themenstellung behandelt:

(1) Die finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten zur Lösung von Konflikten zwischen Ressourcenträgern nach US-amerikanischer und deutscher Unternehmensverfassung.

(2) Die Wirkung des Erwerbs eigener Aktien auf die Informationseffizienz des (deutschen) Kapitalmarktes.

Daß der Verfasser sich intensiv mit den rechtlichen Rahmenbedingungen auseinander zu setzen hatte, ist evident. Doch ist dies immer vor dem Hintergrund einer wirtschaftswissenschaftlichen Dissertation geschehen.

Dem Verfasser gelingt es, die unterschiedlichen *Konfliktlösungs*kalküle aus den unterschiedlichen *Entscheidungs*kalkülen stringent abzuleiten und die abweichende Beurteilung in beiden Ländern hinsichtlich des finanzierungspolitischen Gestaltungsspielraumes herauszuarbeiten.

Der Einfluß auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten wird, schwerpunktmäßig, unter "Signalling-Effekten" behandelt. Der Erwerb eigener Aktien führt zum *Abbau* von Informationsasymmetrie. Anreizwirkungen gehen aus bzw. hängen ab von der Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen, vom Ausmaß der Zulässigkeit von Insidertrading sowie vom Einfluß der Marktwertentwicklung des Unternehmens auf das persönliche Vermögen des Managements.

Die Veränderung des systematischen Risikos der Aktien des rückerwerbenden Unternehmens kann andererseits zu einer *Vergrößerung* der Informationsasymmetrie, abhängig vom Ausmaß des Kapitalstruktureffektes, führen. Der Verfasser leitet drei Ursachen für diesen Effekt ab: die Beobachtbarkeit der unterschiedlichen Rückkaufmethoden, das Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes und der Umfang der Transaktion.

Für den Finanzplatz Deutschland wäre jedoch eine Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien vor dem Hintergrund *gegebener* Rahmenbedingungen des deutschen Kapitalmarktes von geringem Nutzen. Dieses Ergebnis der Analyse weist die Richtung einer vertiefenden Auseinandersetzung mit diesem Kapitalmarktinstrument: die notwendige Änderung der Rahmenbedingungen zur Attraktivitätserhöhung des deutschen Kapitalmarktes. Hier ist der Gesetzgeber gefordert, und dies nicht nur in bezug auf das behandelte Instrument. Daß der effiziente Einsatz des Rückkaufs eigener Aktien insbesondere auch eine Korrektur der deutschen Unternehmensverfassung zur Voraussetzung hätte, ist ein weiterer Aspekt für die aktuelle Diskussion über "Market for Corporate Control" und die Tendenzen zur Annäherung der Vorschriften der deutschen Rechnungslegung an die US-amerikanischen Usancen (hier in Sonderheit die höchst aktuelle Diskussion über die Aufstellung von Konzernbilanzen deutscher Aktiengesellschaften nach SEC-Vorschriften).

Der Verfasser legt eine stringent formulierte, auf breiter Literaturbasis stehende Arbeit vor, die auch stilistisch auf hohem Niveau steht.

Die Ableitungen überzeugen, die Urteile des Verfassers sind abgewogen. Dem Ergebnis, der Erwerb eigener Aktien sei für Deutschland bei gegebenen Rahmenbedingungen kein effizientes Kapitalmarktinstrument, ist zuzustimmen.

Univ.-Prof. Dr. Adolf-Friedrich Jacob

Vorwort

Der Erwerb eigener Aktien stößt in den USA in Wissenschaft und Unternehmenspraxis auf bedeutendes Interesse. Die sehr weitreichende gesetzliche Zulässigkeit dieses Finanzmanagementinstruments sowie sein verbreiteter Einsatz in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis bieten vielfältige Ansatzpunkte für theoretische und empirische akademische Forschung. Gemeinsam mit Finanzmanagern ihrer Kunden entwickeln Investmentbanken Strategien zum optimalen Einsatz des Erwerbs eigener Aktien im Rahmen unternehmerischer Finanzierungspolitik. Die demgegenüber recht geringe Aufmerksamkeit, die dem Erwerb eigener Aktien in Deutschland in Betriebswirtschaftslehre und Unternehmenspraxis bislang zuteil wird, muß wohl auf das sehr weitgehende gesetzliche Verbot dieses Finanzmanagementinstruments zurückgeführt werden. Diese grundlegend unterschiedliche Sichtweise und Bedeutung ein- und desselben Finanzmanagementinstruments in beiden Ländern gab den Anstoß zum Entstehen der vorliegenden Arbeit, die im März 1995 an der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung Koblenz (WHU) -Otto-Beisheim-Hochschule- als Dissertation vorgelegt wurde.

Aus der Untersuchung geht als Ergebnis hervor, daß vor dem Hintergrund gegebener Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen von einer Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland ein nur geringer Nutzen zu erwarten ist. Dieses Ergebnis möchte als Aufforderung verstanden werden: nicht zur Zufriedenheit mit dem bestehenden gesetzlichen Verbot von Aktienrückkäufen, sondern zur Überprüfung bestehender Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen zwecks Erhöhung der Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland.

Diese Arbeit wäre ohne die Unterstützung und Förderung anderer nicht entstanden. Mein ganz besonderer Dank gilt Herrn Univ.-Prof. Dr. Adolf-Friedrich Jacob. Ihm verdanke ich neben Anstößen zur Wahl des Dissertationsthemas wertvolle wissenschaftliche Anregungen bei der Entstehung der Arbeit und eine beispielhafte Betreuung während der gesamten Promotionszeit. Ganz herzlich danken für die Übernahme des Zweitgutachtens und der damit verbundenen Mühen möchte ich Herrn Univ.-Prof. Dr. Gunter Dufey. Wesentliche Anregungen erhielt ich im Verlauf meiner Arbeit auch von meinen Koblenzer Kommilitonen Dr. Michael Fröhls und Dr. Matthias Rapp. Ihnen gebührt ein ganz persönlicher Dank.

Für Anregungen zur Wahl meines Dissertationsthemas sowie für wertvolle Hinweise hinsichtlich der Bedeutung von Aktienrückkäufen in der US-amerikanischen Unternehmens- und Investmentbankingpraxis danke ich Herrn Henning Bruder, seinerzeit Salomon Brothers AG, Frankfurt am Main.

Herrn Univ.-Prof. Dr. Manfred Lieb danke ich ganz herzlich für die Durchsicht eines Entwurfs meiner Darstellung der rechtlichen Regelung des Erwerbs eigener Aktien. Mein Dank für die Durchsicht und die konstruktive Diskussion dieses Entwurfs gebührt ferner Frau Dr. Escher-Weingart, seinerzeit wissenschaftliche Mitarbeiterin von Herrn Univ.-Prof. Dr. Friedrich Kübler, Herrn Dr. Reinhard Marsch-Barner, Syndikus der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main sowie Herrn Niezold, Abteilungsdirektor der Deutsche Bank AG, Bereich Corporate Finance, ebenfalls in Frankfurt. Herrn Hinrich Wöckener, Direktor der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main danke ich sehr herzlich für die freundliche Herstellung dieser Kontakte im Hause der Deutschen Bank.

Für Ermunterung in schwierigen Phasen meiner Arbeit bin ich vielen lieben Freunden zu großem Dank verpflichtet: Gabriele Gülpen-Bosch und Wilfried Bosch, Michael Fröhls, Matthias Rapp, Petra und Klaus Stoschek, Leonie Sulski und Bert Pape, Monika Einzmann und Stefan Scheibke, Stefanie Kleinen und Armin Floßdorf, Gabriele und Richard Kohnen. Dieser Dank gilt nicht minder zwei ganz besonders geschätzten Kollegen, denen ich mich ebenfalls freundschaftlich verbunden fühle: Herrn Felix Hess, Mitglied der Geschäftsleitung, Roland Berger & Partner GmbH, München und Herrn Rainer Rathgeber, Projektmanager, Roland Berger & Partner GmbH, München.

Die Konrad-Adenauer-Stiftung e.V., Institut für Begabtenförderung hat mein Promotionsvorhaben ideell und materiell unterstützt. Dafür bin ich sehr dankbar. Mein Dank für materielle Unterstützung meiner Dissertation gilt ferner der Investmentbank Salomon Brothers AG, Frankfurt am Main.

Der größte und herzlichste Dank vor allen jedoch gebührt meinen Eltern und meiner zukünftigen Ehefrau Carmen. Meine Eltern waren und sind mir stets Vorbild und Rückhalt. Sie haben mir nicht nur eine exzellente Ausbildung ermöglicht, sondern mir bei der Wahl meiner beruflichen und persönlichen Ziele auch stets volkommene Freiheit gelassen. Dafür, und für vieles andere, danke ich ihnen sehr. Bei Carmen fand ich neben stetem Rückhalt insbesondere Opferbereitschaft während meiner Studien- und Promotionszeit. Insbesondere die anhaltende Belastung, die ein Studium an der WHU mit sich bringt, hat sie von Anfang bis Ende mit großer Geduld ertragen. Auch dafür empfinde ich herzlichen Dank. Meinen Eltern und Carmen widme ich diese Arbeit. Sie haben an ihrem Gelingen wesentlichen Anteil.

Hans Joachim Kopp

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungen

a.A.	anderer Auffassung
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABA	American Bar Association
AG	Aktiengesellschaft
A.-G.	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
ASIV	Asymmetrische Informationsverteilung
BGH	Bundesgerichtshof
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
DAX	Deutscher Aktienindex
ders.	derselbe
dies.	dieselben
engl.	englisch
EU	Europäische Union
evtl.	eventuell
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende
ff.	fortfolgende
frz.	französisch
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	in der Regel
insbes.	insbesondere
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit

KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
lat.	lateinisch
lit.	(lat.) Buchstabe
MBCA	Model Business Corporations Act
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
No.	(frz.) Nummer
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over the Counter (Freiverkehr)
o.V.	ohne Verfasserangabe
PublG	Publizitätsgesetz
revOR	revidiertes Obligationenrecht
Rn.	Randnummer
TPRs	übertragbare Verkaufsrechte
u.U.	unter Umständen
v.H.	von Hundert
z.T.	zum Teil

Abbildungen

Tabellen

Verwendete Symbole

β	systematisches, nicht diversifizierbares Aktienrisiko
β_a	systematisches, nicht diversifizierbares Aktienrisiko einer Aktiengesellschaft a
cov	Kovarianz
E bzw. EK	haftendes Eigenkapital
F bzw. FK	Fremdkapital
k	Fremdkapitalzinssatz
r_a	Aktienrendite einer Aktiengesellschaft a
r_e	Eigenkapitalrendite
r_i	Gesamtkapitalrendite
r_m	Rendite des Marktportfolios
var	Varianz
US-$	US-Dollar

1. Einleitung

1.1. Begriffsbestimmung: "Erwerb eigener Aktien"

Unter einem Erwerb eigener Aktien wird in der Literatur jedes Rechtsgeschäft verstanden, das zu einem - wenn auch nur vorübergehenden - Übergang des Eigentums an Aktien auf die emittierende Aktiengesellschaft (AG) bzw. auf ein von dieser abhängiges Unternehmen führt[1]. Eigene Aktien können entgeltlich - z.B. durch Kauf oder Tausch - oder unentgeltlich - z.B. durch Erbschaft oder Schenkung bzw. im Rahmen einer unregelmäßigen Verwahrung der Anteile durch die Emittentin - erworben werden[2].

In der Bundesrepublik Deutschland erstrecken sich die gesetzlichen Vorschriften bezüglich des Erwerbs eigener Aktien auch auf Zwischenscheine und Miteigentumsanteile an eigenen Aktien[3]. Aufgrund der vergleichsweise geringen Bedeutung dieser Mitgliedschaftsformen in einer AG verwendet die vorliegende Arbeit ausschließlich den Begriff "Erwerb eigener Aktien". Damit wird der im deutschsprachigen Schrifttum vorherrschenden Terminologie gefolgt[4]. Sofern sich aus dem jeweiligen Kontext nicht ein anderes ergibt, ist mit "Erwerb eigener Aktien" bzw. "Aktienrückkauf" im folgenden stets ein entgeltlicher Erwerb eigener Aktien gemeint.

---

1 Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Rn. 3, Rn. 13 und Rn. 18.

Der Begriff "abhängiges Unternehmen" wird hier im Sinne der Definition des §17 des deutschen Aktiengesetzes verstanden: "Abhängige Unternehmen sind rechtlich selbständige Unternehmen, auf die ein anderes Unternehmen (herrschendes Unternehmen) unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluß ausüben kann.

Von einem in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen wird vermutet, daß es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist." §17 AktG. Absatz und Parenthese im Original.

2 Vgl. dazu ausführlich Lutter a.a.O., Rn. 18ff. nebst den dort angegebenen Literaturverweisen.

3 Vgl. Lutter (1988), Rn. 13.

4 Das deutsche Aktiengesetz spricht in den in diesem Zusammenhang maßgeblichen §§71 bis 71e explizit ausschließlich vom Erwerb eigener *Aktien*. Vgl. ebenda. Gleiches gilt für die deutsche Fassung der Zweiten EU-Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie], abgedruckt bei Lutter (1984), S.95ff. Vgl. ebenda. Dieser Nomenklatur schließen sich weite Teile der Literatur an. Vgl. u.a. Adler; Düring; Schmaltz (1990), z.B. Rn. 142 und Küting; Weber (1990), z.B. S.1383.

Ein entgeltlicher Aktienrückkauf führt zu einem Liquiditätstransfer von einer Aktiengesellschaft an ihre Anteilseigner. Der Erwerb eigener Aktien stellt dementsprechend ein Instrument der Ausschüttungspolitik von Unternehmen dar[5].

1.2. Bedeutung des Erwerbs eigener Aktien als Finanzmanagementinstrument in den USA und der Bundesrepublik Deutschland

Das Ausmaß, in dem Unternehmen ein Erwerb ihrer eigenen Aktien gestattet ist, variiert im internationalen Vergleich relativ stark[6]. Als extreme Gegenpositionen stehen sich die USA auf der einen Seite und auf der anderen Seite die Bundesrepublik Deutschland gegenüber. Infolge sowohl unterschiedlicher historischer Erfahrungen mit Aktienrückkäufen als auch divergierender grundsätzlicher Entwicklungen des Gesellschaftsrechts in den USA einerseits und Deutschland andererseits[7] kommt dem Erwerb eigener Aktien als Instrument des Finanzmanagements von Unternehmen eine in beiden Ländern grundlegend unterschiedliche Bedeutung zu:

In den USA stellt der Erwerb eigener Aktien[8] ein selbstverständliches Instrument des Finanzmanagements von Unternehmen dar. Qua gesetzlicher Vorschrift sind Aktienrückkäufe in allen Einzelstaaten der USA ausdrücklich und in einem weiten Rahmen gestattet[9]. Von ihrem Recht zum Erwerb eigener Aktien machen US-amerikanische Aktiengesellschaften seit

---

5 Vgl. Perlitz (1988), S.309ff. Auf die sich für Unternehmen im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten geht Kapitel 3 dieser Arbeit ausführlich ein.

6 Vgl. dazu die im folgenden Kapitel 2 dieser Arbeit dargestellte rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland, der EU, Frankreich, der Schweiz und den USA sowie die dort zitierte Literatur.

7 Vgl. dazu ausführlich Kübler (1989), S.16ff. Vgl. ferner Gerber (1932) sowie Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 5.

8 Die US-amerikanische Literatur spricht vom Erwerb eigener Aktien als "Stock"- bzw. "Share Repurchase". Vgl. z.B. Ellis (1965), Masulis (1980), Vermaelen (1981), Barclay; Smith (1988), Copeland; Weston (1988), Kale; Noe; Gay (1989) sowie Dann; Mikkelson; Partch (1990). Seltener findet sich in diesem Zusammenhang auch der Begriff "Stock Reacquisition". Vgl. z.B. Austin (1969) sowie Weinraub; Austin (1974).

9 Vgl. Kübler (1989), insbes. S.16ff sowie kommentierend S.41ff. Vgl. ferner Poitrinal (1991), S.733ff.

Vgl. zur rechtlichen Regelung des Erwerbs eigener Aktien in den USA ausführlich unten: Kapitel 2.2.4. dieser Arbeit mit weiteren Literaturverweisen.

Jahrzehnten Gebrauch: Ein wachsendes Interesse von Unternehmen am Erwerb ihrer eigenen Aktien zeichnet sich bereits seit den 1950er Jahren ab[10].

In der jüngeren Vergangenheit ist insbesondere ab 1984 eine deutliche Bedeutungszunahme des Erwerbs eigener Aktien als Instrument zur Ausschüttung von liquiden Mitteln von US-amerikanischen Aktiengesellschaften an ihre Aktionäre festzustellen[11]. Diese zunehmende Bedeutung des Erwerbs eigener Aktien manifestiert sich sowohl in den für Aktienrückkäufe aufgewendeten absoluten Beträgen als auch relativ zur Entwicklung der Dividendenzahlungen US-amerikanischer Unternehmen (vgl. Tabelle 1).

Jahr	Dividendenzahlungen		Erwerb eigener Aktien		Liquiditätstransfer insgesamt	
	in Mio. US-$	in v.H.	in Mio. US-$	in v.H.	in Mio. US-$	in v.H.
1977	29.450	89,8	3.361	10,2	32.811	100
1978	32.830	90,3	3.520	9,7	36.350	100
1979	38.324	89,5	4.507	10,5	42.831	100
1980	42.619	89,6	4.961	10,4	47.580	100
1981	46.832	92,2	3.973	7,8	50.805	100
1982	50.916	86,3	8.080	13,7	58.996	100
1983	54.896	87,7	7.709	12,3	62.605	100
1984	60.266	68,7	27.444	31,3	87.710	100
1985	67.564	62,1	41.303	37,9	108.867	100
1986	77.122	65,0	41.521	35,0	118.643	100
1987	83.051	60,4	54.336	39,6	137.387	100
Gesamtsteigerung 1977-1987	182 %	-	1.517 %	-	319 %	-

Tabelle 1: Entwicklung der Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe US-amerikanischer Unternehmen zwischen 1977 und 1987[12] [Quelle: Bagwell; Shoven (1989), S.131]

10 Vgl. Guthart (1965), S.40ff. sowie Austin (1969), S.41ff. Vgl. ferner Ellis (1965), S.119, Bierman; West (1966), S.687 sowie Guthart (1967), S.105.

11 Vgl. hier und im folgenden Bagwell; Shoven (1989) sowie Weston; Chen (1994).

12 Die Stichprobe umfaßt die 2.445 in der "Compustat Primary, Supplementary and Tertiary Industrial files"-Datenbank enthaltenen Unternehmen. In dieser Datenbank sind sämtliche Aktiengesellschaften gespeichert, die an US-amerikanischen Wertpapierbörsen notiert sind. Vgl. Bagwell; Shoven (1989), S.131 und S.138.

Zwischen 1977 und 1987 hat sich das Volumen des Erwerbs eigener Aktien von rd. 3,4 Milliarden auf ca. 54,3 Milliarden US-Dollar mehr als versechzehnfacht. Die Summe der von denselben Unternehmen gezahlten Bardividenden ist demgegenüber in demselben Zeitraum "lediglich" von 29,5 Milliarden auf 83 Milliarden US-Dollar bzw. um 182 Prozent gestiegen. Der prozentuale Anteil des Erwerbs eigener Aktien am gesamten Liquiditätstransfer von Aktiengesellschaften an ihre eigenen Aktionäre hat von knapp über 10 Prozent im Jahre 1977 auf fast 40 Prozent im Jahre 1987 zugenommen.

Seit 1990 ist hingegen ein relativ deutlicher Rückgang des Aktienrückkaufvolumens zu beobachten: Während Aktiengesellschaften im Zeitraum zwischen 1984 und 1990 pro Jahr noch durchschnittlich 36,7 Milliarden US-Dollar für einen Erwerb eigener Aktien aufwandten, ging diese Zahl im Zeitraum zwischen 1991 und 1992 um knapp 32 Prozent auf 25 Milliarden US-Dollar zurück (vgl. Tabelle 2). Trotz dieser für die Jahre 1991 und 1992 zu beobachtenden Abnahme der Aktienrückkaufaktivitäten bleibt festzustellen, daß dem Erwerb eigener Aktien innerhalb der vergangenen 15 Jahre eine bedeutende Rolle als Instrument der Ausschüttungspolitik US-amerikanischer Aktiengesellschaften zugewachsen ist.

Zeitraum	Erwerb eigener Aktien in Mio. US-$ pro Jahr
1980-1983	7.300
1984-1990	36.700
1991-1992	25.000

Tabelle 2: Durchschnittliche jährliche Aktienrückkaufaktivitäten US-amerikanischer Unternehmen zwischen 1980 und 1992[13]
[Quelle: Federal Reserve, Division of Research and Statistics, Capital Markets, zitiert nach Weston; Chen (1994), S.30]

Ein Vergleich dieser Situation mit Deutschland fördert einen deutlichen Unterschied zwischen US-amerikanischer und deutscher Finanzierungspraxis zutage: In Deutschland spielt der Erwerb eigener Aktien als Instrument des Finanzmanagements von Unternehmen aufgrund gesetzlicher Verbote seit über sechzig Jahren keine bedeutende Rolle mehr[14].

13 Angaben ohne die Sektoren "Agrar" und "Finanzdienstleistungen".

14 Vgl. Lutter (1988) in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 5ff. Vgl. ferner Eckardt (1984), Rn. 8ff. sowie Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 9. Eine besonders ausführliche Darstellung der historischen Entwicklung des deutschen Aktienrechts findet sich bei Assmann (1992), Rn. 6ff. Eine kurze Darstellung der historischen Entwicklung der rechtlichen Regelung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland enthält das

1.3. Behandlung des Erwerbs eigener Aktien in der Literatur

In der US-amerikanischen Literatur findet der Erwerb eigener Aktien seit Mitte der 1960er Jahre zunehmende Beachtung. Einer der ersten wissenschaftlich fundierten Beiträge zu diesem Thema stammt von *Guthart*[15], der im Jahre 1965 feststellte: "More Companies are Buying Their Own Stock"[16]. Bis heute hat die sich mit dem Erwerb eigener Aktien auseinandersetzende Literatur in den USA einen relativ bedeutenden Umfang erreicht[17]:

In der frühen Literatur dominieren neben empirischen Untersuchungen zu Aktienrückkaufaktivitäten US-amerikanischer Unternehmen[18] grundsätzliche Untersuchungen der für Aktienrückkäufe ausschlaggebenden unternehmerischen Motive sowie der aus einem Erwerb eigener Aktien möglicherweise resultierenden Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten[19].

In der Folgezeit haben sich im Rahmen der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Erwerb eigener Aktien vier - nicht überschneidungsfreie[20] - Schwerpunkte herausgebildet:

Relativ breiten Raum nimmt in der Literatur der Einfluß von Aktienrückkäufen auf Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen ein. Theoretische Arbeiten zu diesem Thema befassen sich mit der Funktionsweise des Erwerbs eigener Aktien als Übernahmeabwehrinstrument

---

folgende Kapitel 2 dieser Arbeit. Vgl. zur aktuellen rechtlichen Regelung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland ausführlich unten: Kapitel 2.1. dieser Arbeit mit weiteren Literaturverweisen.

15 Vgl. Guthart (1965).

16 Guthart, a.a.O., S.40.

17 Vgl. unten: Tabelle 3.

18 Vgl. z.B. Guthart (1965), Austin (1969) sowie Weinraub; Austin (1974). Vgl. ferner Woods; Brigham (1966). Vgl. zu Aktienrückkäufen in jüngerer Zeit Bagwell; Shoven (1989), Comment; Jarrell (1991) und Weston; Chen (1994). Vgl. dazu ferner oben: Kapitel 1.2. dieser Arbeit.

19 Vgl. z.B. Ellis (1965), Bierman; West (1966) sowie Guthart (1967). Vgl. ferner Stewart (1976), S.912ff.

20 So behandelt z.B. ein Aufsatz von *Dann und DeAngelo* neben der Rolle des Erwerbs eigener Aktien als Übernahmeabwehrinstrument auch sich aus Aktienrückkäufen ergebende Wohlfahrtseffekte. Vgl. Dann; DeAngelo (1983).

Ausschlaggebend für die im Rahmen dieser Arbeit vorgenommene Einordnung jedes einzelnen Beitrags ist dessen inhaltlicher Schwerpunkt.

allgemein[21] bzw. unter Beschränkung auf einzelne Erwerbsmethoden[22]. Empirische Untersuchungen problematisieren u.a. den Zusammenhang zwischen Aktienrückkäufen von feindlichen Großaktionären und personellen Veränderungen im Top-Management von Unternehmen[23] sowie die sich für Aktionäre aus der Abwehr feindlicher Übernahmen durch Aktienrückkäufe ergebenden Wohlfahrtseffekte[24]. Wohl infolge der "Mergers & Acquisitions"-Welle der 1980er Jahre[25] datiert der Großteil der hier zitierten Literatur aus eben dieser Zeit.

Ein zweiter Literaturschwerpunkt liegt auf dem Vergleich zwischen dem Erwerb eigener Aktien und Dividendenzahlungen als alternative Instrumente zur Ausschüttung von Liquidität seitens einer Aktiengesellschaft an ihre Aktionäre. Als Vergleichskriterien dienen in diesem Zusammenhang Unterschiede zwischen Aktienrückkäufen bzw. Dividendenzahlungen insbesondere hinsichtlich ihrer jeweiligen steuerlichen Konsequenzen[26], der jeweils anfallenden Transaktionskosten[27], ihres jeweiligen Einflusses auf die Verteilung von Lenkungs- und Entscheidungsrechten in Unternehmen[28] sowie ihres Informationsgehaltes[29].

Auf Wohlfahrtseffekte von Aktienrückkäufen abstellende wissenschaftliche Beiträge sind i.d.R.[30] empirischer Natur. Untersuchungsgegenstand sind insbesondere im Rahmen von

---

21 Vgl. z.B. Nathan; Sobel (1980), Bradley; Rosenzweig (1986), Gordon; Kornhauser (1986) und Bagwell (1991).

22 Vgl. z.B. Macey; McChesney (1985), Note (1985), Jensen (1988) und Kale; Noe; Gay (1989). Vgl. zu den verschiedenen Methoden des Erwerbs eigener Aktien ausführlich unten: Kapitel 3.1. dieser Arbeit mit weiteren Literaturverweisen.

23 Vgl. Klein; Rosenfeld (1988).

24 Vgl. Dann; DeAngelo (1983) sowie dies. (1988).

25 Vgl. zur Entwicklung der Übernahmeaktivitäten in den USA z.B. Bagwell; Shoven (1989), S.131. Vgl. ferner Weston; Chen (1994).

26 Vgl. z.B. Gordon; Bradford (1980), Bagwell; Shoven (1989) sowie Retkwa (1993).

27 Vgl. z.B. Bagwell; Shoven (1989).

28 Vgl. z.B. Bagwell; Judd (1988) sowie Denis (1990).

29 Vgl. z.B. Ofer; Thakor (1987) sowie Brennan; Thakor (1990).

30 Eine Ausnahme von dieser Regel bildet z.B. eine modell-orientierte Untersuchung von *Shleifer und Vishny*, die analysieren, unter welchen Prämissen ein Aktienrückkauf von einem Großaktionär zu positiven Wohlfahrtseffekten für die verbleibenden Anteilseigner führt. Vgl. Shleifer; Vishny (1986).

Aktienrückkauftransaktionen mögliche Wohlfahrtstransfers zwischen ihre Aktien veräußernden und nicht-veräußernden Aktionären[31] bzw. zwischen Aktionären und Gläubigern[32].

	Theoretische Arbeiten	**Empirische Untersuchungen**
Grundsätzliche Analyse von Aktienrückkaufmotiven sowie Aktienrückkaufaktivitäten	Ellis (1965) Bierman; West (1966) Guthart (1967)	Guthart (1965) Austin (1969) Weinraub; Austin (1974)
Implikationen von Aktienrückkäufen für den "Market for Corporate Control"	Cary (1969) Nathan; Sobel (1980) Boland (1984) Macey; McChesney (1985) Note (1985) Bradley; Rosenzweig (1986) Gordon; Kornhauser (1986) Jensen (1988) Kale; Noe; Gay (1989) Kale; Noe; Gay (1991) Bagwell (1991)	Dann; DeAngelo (1983) Dann; DeAngelo (1988) Klein; Rosenfeld (1988)
Aktienrückkäufe als Alternative zu Dividendenzahlungen	Woods; Brigham (1966) Ofer; Thakor (1987) Bagwell; Shoven (1989) Brennan; Thakor (1990)	Gordon; Bradford (1980) Barclay; Smith (1988) Denis (1990) Retkwa (1993)
Wohlfahrtseffekte von Aktienrückkäufen	Elton; Gruber (1968) Shleifer; Vishny (1986)	Young (1967) Stewart (1976) Dielman; Nantell; Wright (1980) Masulis (1980) Dann (1981) Bradley; Wakeman (1983) o.V. (1984) Billingsley; Fraser; Thompson (1989) Kadapakkam; Seth (1994)
Informationsgehalt des Erwerbs eigener Aktien: "Signalling"	Williams (1988) Constantinides; Grundy (1990)	Vermaelen (1981) Lakonishok; Vermaelen (1990) Comment; Jarrell (1991) Hertzel (1991) Howe; He; Kao (1992) Lee; Mikkelson; Partch (1992)

Tabelle 3: Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Literatur
[Quelle: Eigenerstellung]

31 Vgl. z.B. Young (1967), Masulis (1980) und Bradley; Wakeman (1983).

32 Vgl. insbesondere Dann (1981).

Den vierten Literaturschwerpunkt bilden Arbeiten zum Informationsgehalt des Erwerbs eigener Aktien. Theoretische Untersuchungen beschäftigen sich insbesondere mit der möglichen Rolle von Aktienrückkäufen im Rahmen von Signalling-Gleichgewichten[33]. Empirische Studien testen den Informationsgehalt des Erwerbs eigener Aktien für die die Rückkäufe tätigende Aktiengesellschaft selbst[34] bzw. für ihre Wettbewerber auf Produktmärkten[35] sowie das Ausmaß der Verarbeitung von in Aktienrückkäufen enthaltenen Informationen durch den Kapitalmarkt[36].

Insgesamt erfährt der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Literatur eine positive Beurteilung. In der Literatur werden zwar *einzelne Methoden* von Aktienrückkäufen kritisiert[37], die *grundsätzliche Legitimation* des Erwerbs eigener Aktien an sich wird aber nicht in Frage gestellt. Tabelle 3 faßt die Behandlung des Erwerbs eigener Aktien in der US-amerikanischen Literatur zusammen.

In Deutschland sind wissenschaftliche Beiträge zur Diskussion um den Erwerb eigener Aktien in erster Linie dem *juristischen* Schrifttum zu verdanken. Als bedeutendste Quellen sind in diesem Zusammenhang rechtswissenschaftliche Kommentare zu den einschlägigen §§71-71e Aktiengesetz zu nennen[38]. Daneben finden sich Beiträge zum Erwerb eigener Aktien insbesondere im Rahmen von Kommentierungen und Aufsätzen zur Entstehung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie][39] und zu deren Umsetzung in nationales, deutsches Recht[40].

---

33 Vgl. z.B. Williams (1988) und Constantinides; Grundy (1990).

34 Vgl. z.B. Vermaelen (1981) und Comment; Jarrell (1991).

35 Vgl. Hertzel (1991).

36 Vgl. z.B. Lakonishok; Vermaelen (1990).

37 Vgl. z.B. Note (1985) sowie Jensen (1988).

38 Vgl. insbesondere Lutter (1988). Vgl. ferner z.B. Hefermehl; Bungeroth (1984) sowie Assmann (1992).

39 Abgedruckt bei Lutter (1984), S.95ff.

40 Vgl. z.B. Bundestagsdrucksache VI/3070 vom 19. Januar 1972, Bundestagsdrucksache 8/1678 vom 6. November 1978, Bundesratsdrucksache 197/70 vom 3. April 1970 und Bundesratsdrucksache 2/78 vom 6. Januar 1978. Vgl. ferner z.B. Niessen (1970) sowie Hüffer (1979).

In Einklang mit der diesbezüglichen Haltung des deutschen Gesetzgebers[41] lehnt das deutsche juristische Schrifttum - unter Verweis auf Aktienrückkäufen inhärente Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten[42] - den Erwerb eigener Aktien als Finanzmanagementinstrument weitestgehend ab[43].

Zu einer von der in Deutschland wohl herrschenden Meinung abweichenden Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien gelangt *Kübler*[44], der sich in jüngerer Zeit ausführlich mit der Problematik von Aktienrückkäufen auseinandergesetzt hat. *Kübler* behandelt den Erwerb eigener Aktien im Rahmen einer umfassenden rechtsvergleichenden Untersuchung der Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung für Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik und den USA. Im Zusammenhang mit einer rechtspolitischen Bewertung von Aktienrückkäufen enthält der Beitrag eine zusammenfassende Darstellung von sich durch einen Erwerb eigener Aktien für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten sowie von mit Aktienrückkäufen möglicherweise einhergehenden Problemen und deren Lösung im US-amerikanischen Recht[45].

Unter Bezugnahme auf US-amerikanische betriebswirtschaftliche Quellen postuliert *Kübler* positive Auswirkungen einer Gestattung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland auf die Allokationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes. Das von *Kübler* aus seiner rechtsvergleichenden Analyse gezogene diesbezügliche Fazit sei an dieser Stelle zitiert: "[E]ine ... Lockerung des Erwerbsverbots gem. §§71ff. AktG könnte sich als vorteilhaft erweisen. Nach amerikanischer Überzeugung trägt der Handel in eigenen Aktien zur Belebung, zur Stabilität und zur Allokationseffizienz des Kapitalmarktes bei. Da der deutsche Kapitalmarkt dem amerikanischen in dieser Hinsicht weit unterlegen ist, erscheinen die sich hier eröffnenden Chancen interessant."[46]

---

41 Vgl. Bundestagsdrucksache 8/1678 vom 6. November 1978, S.14f.

42 Vgl. zu Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten des Erwerbs eigener Aktien unten: Kapitel 3.3. dieser Arbeit.

43 Vgl. z.B. Niessen (1970), S.290, Huber (1977), S.138ff., Lutter (1978), S.604., ders. (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §§71ff., Rn. 11f. und Rn. 15, Hettlage (1981), S.97, Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 3, Rn. 5 und Rn. 33, Bandte (1987), S.466, Assmann (1992), Rn. 24 sowie Raiser (1992), S.219.

44 Vgl. Kübler (1989). Vgl. ders. (1990).

Positiv zum Erwerb eigener Aktien äußert sich ferner *Claussen*. Vgl. Claussen (1991), S.12f.

45 Vgl. Kübler (1989), S.42ff.

46 Kübler (1989), S.63.

In der deutschsprachigen *betriebswirtschaftlichen* Literatur stößt der Erwerb eigener Aktien - wohl infolge seines weitgehenden gesetzlichen Verbots - demgegenüber auf vergleichsweise geringes Interesse:

In finanzierungswissenschaftlichen Standardlehrbüchern findet der Erwerb eigener Aktien kaum Beachtung: *Süchting*[47] widmet dem Erwerb eigener Aktien lediglich drei Seiten. Bei anderen Autoren, z.B. bei *Schmidt*[48], *Franke und Hax*[49], *Spremann*[50] und *Schneider*[51] wird der Erwerb eigener Aktien nicht angesprochen. Eine ausführlichere Würdigung erfahren Aktienrückkäufe in betriebswirtschaftlichen Standardwerken demgegenüber im Rahmen von Kommentaren zu für deutsche Aktiengesellschaften maßgeblichen Bilanzierungsvorschriften[52] sowie von Kommentierungen des deutschen Steuerrechts[53].

Vereinzelt werden Aktienrückkäufe im deutschen betriebswirtschaftlichen Schrifttum im Rahmen der Diskussion um Möglichkeiten und Grenzen von deutschen Aktiengesellschaften offenstehenden Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Unternehmensübernahmeversuche angesprochen[54].

Eine zunehmende Beschäftigung mit dem Erwerb eigener Aktien ist in der jüngeren finanzierungswissenschaftlichen Literatur erkennbar: Ausführlich hat sich in der jüngeren Vergangenheit ein Aufsatz von *Posner*[55] mit dem Erwerb eigener Aktien befaßt. Dieser Beitrag analysiert den Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis. Den Schwerpunkt der Arbeit bildet die Darstellung von Gründen für Aktienrückkäufe, von Methoden des Erwerbs eigener Aktien sowie von Untersuchungen

---

47 Vgl. Süchting (1989), S.81 und S.457f.

48 Vgl. Schmidt (1986).

49 Vgl. Franke; Hax (1990).

50 Vgl. Spremann (1991).

51 Vgl. Schneider (1992).

52 Vgl. z.B. Adler; Düring; Schmaltz (1990) sowie Küting; Weber (1990).

53 Vgl. z.B. Hermann; Heuer; Raupach (1994) sowie Kirchhof; Söhn (1994).

54 Vgl. z.B. Schwegmann; Pfaffenberger (1991), S.569f.

Vgl. zu diesem Themenkomplex im juristischen Schrifttum Hauschka; Roth (1988), S.187.

55 Vgl. Posner (1994).

über die wirtschaftliche Effizienz von Aktienrückkäufen in den USA[56]. Eine umfassende Analyse des Erwerbs eigener Aktien im Hinblick auf seine Auswirkungen auf die Kontrolle von Unternehmen liefert *Hampel*[57]. Im Mittelpunkt dieses Beitrags stehen die "Einflüsse des Rückkaufs eigener Aktien auf gesellschaftliche Machtverhältnisse und die Kontrolle unternehmenssteuernder Organe"[58].

Eine systematische Übersicht über die Behandlung des Erwerbs eigener Aktien in der deutschen Literatur gibt Tabelle 4[59].

	Juristisches Schrifttum	**Betriebswirtschaftliche Literatur**
Standardwerke/ Kommentare	Hefermehl; Bungeroth (1984) Lutter (1988) Assmann (1992)	Süchting (1989) Adler; Düring; Schmaltz (1990) Küting; Weber (1990) Herrmann; Heuer; Raupach (1994) Kirchhof; Söhn (1994)
Einzelbeiträge bzw. sonstige ausführlichere Bezugnahmen auf Aktienrückkäufe	Niessen (1970) Huber (1977) Lutter (1978) Hüffer (1979) Hettlage (1981) Balser; Bokelmann; Piorrek (1984) Bandte (1987) Hauschka; Roth (1988) Kübler (1989) Kübler (1990) Claussen (1991) Raiser (1992) Bundestagsdrucksache VI/3070 vom 19. Januar 1972 Bundestagsdrucksache 8/1678 vom 6. November 1978 Bundesratsdrucksache 197/70 vom 3. April 1970 Bundesratsdrucksache 2/78 vom 6. Januar 1978.	Schwegmann; Pfaffenberger (1991) Posner (1994) Hampel (1994)

Tabelle 4: Der Erwerb eigener Aktien in der deutschen Literatur
[Quelle: Eigenerstellung]

56 Vgl. ebenda, insbesondere S.313ff.

57 Vgl. Hampel (1994).

58 Hampel (1994), S.1.

59 Die Tabelle erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie soll lediglich die Systematik der wissenschaftlichen Behandlung des Erwerbs eigener Aktien in der deutschen Literatur verdeutlichen.

1.4. Problemstellung und Abgrenzung des angestrebten Forschungsziels

Angesichts der unterschiedlichen Bedeutung von Aktienrückkäufen in den USA einerseits und Deutschland andererseits werden in jüngerer Zeit in der deutschen Literatur Überlegungen hinsichtlich einer Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland vernehmbar[60]. Die in diesem Zusammenhang vorgetragenen Argumente für eine Lockerung des Verbots des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland stützen sich im wesentlichen auf Forschungsergebnisse der US-amerikanischen Literatur.

Soweit sich theoretische bzw. empirische finanzierungswissenschaftliche Untersuchungen - wie dies bei US-amerikanischen Quellen der Fall ist - implizit oder explizit auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt beziehen, stellt sich das Problem der Übertragbarkeit der in diesem Zusammenhang gewonnenen Erkenntnisse auf den deutschen Kapitalmarkt. Eine *uneingeschränkte* Übertragbarkeit der aus US-amerikanischen Beiträgen - bzw. aus sich auf diese beziehenden deutschen Arbeiten - resultierenden Forschungsergebnisse auf die Bundesrepublik Deutschland erscheint insbesondere aufgrund grundlegend divergierender Finanzierungsparadigmen[61], Unterschieden hinsichtlich der Gestaltung der Unternehmensverfassung sowie unterschiedlicher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen in den USA einerseits und Deutschland andererseits nicht ohne weiteres gewährleistet.

Der Frage nach der Übertragbarkeit von einen Erwerb eigener Aktien betreffenden Ergebnissen US-amerikanischer Forschung auf die Bundesrepublik Deutschland wurde in der deutschen Literatur explizit bislang nicht nachgegangen. Eine finanzierungstheoretische Analyse des Erwerbs eigener Aktien, die auf konkrete Rahmenbedingungen des deutschen Kapitalmarktes Bezug nimmt, fehlt ebenfalls bislang[62]. Vor dem Hintergrund der in der jüngeren deutschen Literatur vereinzelt (s.o.) angestellten Überlegungen hinsichtlich einer Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland erscheint aber die Berücksichtigung konkreter Rahmenbedingungen des deutschen Kapitalmarktes im Rahmen der Analyse von Aktienrückkäufen bedeutsam. Erst die Berücksichtigung deutscher Kapitalmarkt-

---

60 Vgl. insbes. Kübler (1989). Vgl. ders. (1990). Vgl. Hampel (1994).

61 Vgl. zum US-amerikanischen und zum kontinentaleuropäischen bzw. deutschen Finanzierungsparadigma grundlegend Jacob (1993). Vgl. ferner Loistl (1990), S.53ff.

62 Berücksichtigung findet in der Literatur lediglich die unterschiedliche Gewichtung von Anlegerschutz und Gläubigerschutz in den USA bzw. der Bundesrepublik Deutschland. Vgl. Kübler (1989), S.35. Vgl. Hampel (1994), S.73.

Rahmenbedingungen gibt Aufschluß über den zu erwartenden Nutzen einer Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland.

Die vorliegende Dissertation analysiert den Erwerb eigener Aktien vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes. Die Ausprägung konkreter deutscher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen fließt dabei explizit in die Analyse des Erwerbs eigener Aktien ein. Zwei Fragen stehen im Vordergrund der folgenden verbal-analytischen Untersuchung:

1. Wie sind die finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten, die sich im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien für Unternehmen eröffnen, aus US-amerikanischer und aus deutscher Sicht zu beurteilen? Die Beantwortung dieser Frage erfolgt vor dem Hintergrund der Kriterien zur Lösung von Konflikten zwischen Ressourcenträgern, die sich aus der Verfassung der US-amerikanischen "Corporation" und der deutschen Aktiengesellschaft für ihre jeweiligen Leitungsorgane ergeben.

sowie

2. Welchen Einfluß übt ein Erwerb eigener Aktien auf die Informationsverteilung auf dem deutschen Kapitalmarkt hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften börsennotierter Wertpapiere aus?

1.5. Aufbau der Arbeit

Der weitere Fortgang der vorliegenden Dissertation gliedert sich in fünf Kapitel:

Das folgende *Kapitel 2* stellt die rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien in der Bundesrepublik Deutschland, der EU, Frankreich, der Schweiz sowie den USA einander gegenüber. Ziel der Darstellung ist es, die *relative* Strenge des Verbots zum Erwerb eigener Aktien in Deutschland im Vergleich zu den diesbezüglichen Bestimmungen in ausgewählten Drittstaaten zu ermitteln. Der Auswahl der betrachteten Drittstaaten liegen folgende Aspekte zugrunde:

Die seitens der *Europäischen Union* im Rahmen der Zweiten EU-Richtlinie [Kapitalrichtlinie] vom 13. Dezember 1976 erlassenen Vorschriften bezüglich eines Erwerbs eigener Aktien beschreiben den für den deutschen Gesetzgeber bestehenden autonomen

Handlungsspielraum bei der Gestaltung einer diesbezüglichen nationalen Rechtsvorschrift[63]. Ein Vergleich mit *Frankreich* kontrastiert die deutsche rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien mit den diesbezüglichen Bestimmungen in einem weiteren bedeutenden EU-Mitgliedstaat: Paris repräsentiert den neben Frankfurt bedeutendsten EU-Finanzplatz in Kontinentaleuropa. Die *Schweiz* hat den Erwerb eigener Aktien im Rahmen einer Revision des Obligationenrechts in jüngerer Zeit deutlich liberalisiert. Die *USA* gewähren Aktiengesellschaften von allen Industriestaaten die weitestgehenden Freiräume zum Erwerb ihrer eigenen Aktien.

Kapitel 3 beschreibt verschiedene Methoden des Erwerbs eigener Aktien und analysiert allgemein die sich für Unternehmen im Rahmen der verschiedenen Erwerbsmethoden eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten. Ferner arbeitet dieses Kapitel im Rahmen von Aktienrückkäufen auftretende Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten heraus. Die Ausführungen dieses Kapitels bilden die Grundlage für den weiteren Fortgang der Untersuchung in den sich anschließenden Kapiteln 4 und 5.

Kapitel 4 umfaßt eine *theoretische* Analyse des Erwerbs eigener Aktien vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes. Im Rahmen eines Vergleichs der Spitzenverfassung der US-amerikanischen "Corporation" und der deutschen Aktiengesellschaft werden im ersten Teil dieses Kapitels die sich durch Aktienrückkäufe für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten aus US-amerikanischer und aus deutscher Sicht untersucht. Die Betrachtung orientiert sich in diesem Zusammenhang an den Konfliktlösungskalkülen für gegensätzliche Interessen von Ressourcenträgern, die aus der Unternehmensverfassung der US-amerikanischen "Corporation" bzw. der deutschen Aktiengesellschaft resultieren. Der zweite Teil des Kapitels analysiert die Auswirkungen verschiedener Methoden des Erwerbs eigener Aktien auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten. Diese Untersuchung basiert auf einer ausführlichen Darstellung der Theorie der Informationseffizienz des Kapitalmarktes einschließlich der ihr anhängigen Theorie des Signalling. Im Rahmen der theoretischen Analyse von Aktienrückkäufen identifiziert Kapitel 4 ferner wesentliche[64] Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen, deren Ausprägung im Rahmen einer Analyse des Erwerbs eigener Aktien

63 Vgl. zum Einfluß einer EU-Richtlinie auf das nationale Recht der EU-Mitgliedstaaten ausführlich unten: Kapitel 2.2.1.1. dieser Arbeit.

64 Eine vollständige Berücksichtigung sämtlicher möglicherweise bedeutsamer Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen würde den Umfang der vorliegenden Arbeit sprengen. Die im weiteren Verlauf dieser Dissertation aus Komplexitätsgründen zu treffende Auswahl muß sich daher auf eine überschaubare Anzahl von Einflußfaktoren beschränken.

vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes relevant sind.

Kapitel 5 stellt die in Kapitel 4 gewonnenen theoretischen Ergebnisse in den Kontext konkreter deutscher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen. Zu diesem Zweck analysiert das Kapitel, in welcher Ausprägung die in Kapitel 4 als im Rahmen einer Analyse des Erwerbs eigener Aktien wesentlich identifizierten Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen in Deutschland gegeben sind. Vor dem Hintergrund der Ausprägung dieser Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen in Deutschland wird der Erwerb eigener Aktien abschließend beurteilt.

Kapitel 6 beschließt die Arbeit mit einer Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse.

2. Rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien

2.1. Rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland

2.1.1. Historische Entwicklung

Die erste deutsche Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870 verbot den Erwerb eigener Aktien ausnahmslos: "Die A.-G. darf eigene Aktien nicht erwerben."[65] Dieses uneingeschränkte Verbot wurde im Zuge der zweiten Aktienrechtsnovelle von 1884 in eine Sollvorschrift abgeschwächt. Dort heißt es in Artikel 215 d: "Die A.-G. *soll* eigene Aktien im geschäftlichen Betriebe, sofern nicht eine Kommission zum Einkauf ausgeführt wird, weder erwerben noch zum Pfande nehmen."[66] Als §226 gelangte diese Regelung in das HGB vom 10. Mai 1897. Zahlreiche Unternehmen nahmen diese Vorschrift zum Anlaß, eigene Aktien zum Zwecke der Kurspflege zu erwerben[67]. Diese Praktik leistete den durch die Weltwirtschaftskrise der Jahre 1929 bis 1931 und durch die damit einhergehenden Kursstürze an den Aktienmärkten ausgelösten Unternehmenszusammenbrüchen Vorschub[68]. In Reaktion darauf erließ der Gesetzgeber durch die Novelle vom 19. September 1931 in §226 HGB ein "grundsätzliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien"[69]. Dieses Verbot gilt bis zum heutigen Tag[70].

---

65 Art. 215 Absatz 3 der Aktiennovelle vom 11. Juli 1870. Vgl. dazu Gerber (1932), S.6f.

66 Art. 215 d der Aktiennovelle vom 18. Juli 1884. Kursiv nicht im Original.

67 Vgl. dazu die Beispiele aus dem Jahre 1931 bei Huber (1977), S.140. Vgl. ferner Gerber (1932), S.1.

68 Vgl. Gerber (1932), S.58. Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 5.

69 Lutter, ebenda. Vgl. zu den Inhalten und zu einer ausführlichen Diskussion der betreffenden Vorschrift Gerber, a.a.O., S.10ff.

70 *Geringfügige* Veränderungen, die weitestgehend Ausnahmen vom Verbot des Erwerbs eigener Aktien betreffen, ergaben sich durch die Novelle u.a. des §226 HGB vom 14. Mai 1936, durch das Gesetz vom 30. Januar 1937, durch das Gesetz vom 23. Dezember 1959 (Neufassung des Absatz 1 AktG) sowie durch die Aktienrechtsreform von 1965. Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn.5ff. "*Grundlegend* geändert ... wurde die Regelung aber dann durch die Umsetzung der 2. EU-Richtlinie vom 13. Dezember 1976 mit dem Gesetz vom 13. Dezember 1978." Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 7. Kursiv nicht im Original.

2.1.2. Aktuelle rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien

Der deutsche Gesetzgeber regelt den Erwerb eigener Aktien in den Paragraphen 71 bis 71e Aktiengesetz (AktG)[71]: §71 AktG formuliert zunächst die grundsätzlich ablehnende Haltung des deutschen Gesetzgebers zum Erwerb eigener Aktien und bestimmt Ausnahmefälle, die den Erwerb eigener Aktien zulassen. §71a erfaßt Umgehungsgeschäfte, verbietet insbesondere finanzielle Hilfeleistungen, durch die eine Aktiengesellschaft Dritten den Erwerb ihrer eigenen Aktien zu ermöglichen trachtet. §71b erkennt der Gesellschaft sämtliche Rechte aus eigenen Aktien im Bestand ab, unabhängig davon, ob deren Erwerb verbotswidrig oder gesetzeskonform erfolgt ist. Vorschriften über die Behandlung von verbotswidrig erworbenen eigenen Aktien enthält §71c. §71d beschränkt den Erwerb eigener Aktien durch im eigenen Namen, jedoch für Rechnung der Gesellschaft handelnde Dritte. Insbesondere stellt §71d den Erwerb von Aktien einer Gesellschaft "durch ein abhängiges oder im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehendes Unternehmen"[72] einem (unmittelbaren) Erwerb eigener Aktien gleich. Schließlich reguliert §71e die Inpfandnahme eigener Aktien.

Die aktuelle Fassung der Paragraphen 71 bis 71e AktG ist seit dem 1. Juli 1979 in Kraft[73]. Grundlage dieser Fassung ist die Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie], [77/91 EWG][74].

---

71 Vgl. AktG, ebenda. Vgl. ferner z.B. Bundestagsdrucksache 8/1678, S.14 sowie Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 1.

72 §71d Satz 2, 1. Halbsatz AktG.

73 Vgl. Gesetz zur Durchführung der zweiten Richtlinie (Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie], [77/91 EWG]) vom 13. Dezember 1978, Artikel 1, Punkt 14, abgedruck bei Lutter (1984), S.106ff.

74 Abgedruckt bei Lutter (1984), S.95ff. Der deutsche Gesetzgeber war an Text und Intention der EU-Richtlinie gebunden. Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 7. Vgl. ferner EWG-Vertrag. Andererseits "orientiert sich die Richtlinie stark am deutschen Recht". Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts; Bundestagsdrucksache 8/1678, S.10. Insofern erscheint die Annahme gerechtfertigt, die Ziele der Richtlinie stimmten weitgehend mit bundesdeutscher Rechtsauffassung überein. Vgl. dazu Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 7.

2.1.2.1. Verbot des Erwerbs eigener Aktien

Gemäß §71 AktG ist der Erwerb eigener Aktien in der Bundesrepublik Deutschland grundsätzlich verboten[75]. Mit diesem Verbot verfolgt der Gesetzgeber vorrangig vier Ziele[76]:

1. Stärkung des Gläubigerschutzes durch Kapitalerhaltung,
2. Festlegung der "Kompetenzverteilung in der AG[77] und zwischen ihren Organen"[78],
3. Gewährleistung der Gleichbehandlung der Aktionäre,
4. Stärkung des Anlegerschutzes durch Vermeidung der Aktienkursbeeinflussung durch die Unternehmensverwaltung.

2.1.2.2. Ausnahmen vom Erwerbsverbot

Unter bestimmten Voraussetzungen kennt §71 AktG Ausnahmen vom Verbot des Erwerbs eigener Aktien: Ausdrücklich zulässig sind

1. der Erwerb eigener Aktien zur Abwendung eines "schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens[79] von der Gesellschaft"[80],

---

75 Vgl. §71 Absatz 1, 1.Halbsatz. Vgl. ferner Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 1 und Rn. 12 sowie Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum AktG, §71, Rn. 3. Im Gegensatz zum Aktiengesetz beinhaltet das GmbH-Gesetz kein grundsätzliches Verbot des Erwerbs eigener Anteile. Verboten ist einer GmbH der Erwerb eigener Anteile nur, sofern die Stammeinlage nicht in vollem Umfang eingezahlt ist. Vgl. §33 Absatz 1 GmbHG. Vgl. ferner Küting; Weber (1990), S.1383.

76 Vgl. hier und im folgenden: Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts; Bundestagsdrucksache 8/1678, S.1. Vgl. ferner Kübler (1990), S.1853 sowie Lutter (1988), in: Kölner Kommentar, Rn. 10ff.

77 "Die Vorschriften der Richtlinie [Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie]] gelten nur für Aktiengesellschaften ... ." Begründung des Gesetzentwurfes der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts; Bundestagsdrucksache 8/1678, S.9. Vgl. zur Begründung der Nichteinbeziehung der Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH) und der Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) ebenda, S.10.

78 Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 12.

79 Als Schaden gilt jede Einbuße, welche die Aktiengesellschaft an ihrem Eigentum oder Vermögen trifft bzw. treffen kann. Welche konkreten Sachverhalte als Schaden angesehen werden, scheint umstritten. Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn.23 m.w.N. Als unstrittig gilt die Rechtmäßigkeit des Erwerbs einem eigenen Pfandrecht unterliegender eigener Aktien zwecks Abwendung

2. der Kauf eigener Aktien mit der Zielsetzung, diese "den Arbeitnehmern der Gesellschaft oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens zum Erwerb"[81] anzubieten,
3. der Erwerb eigener Aktien mit dem Ziel, "Aktionäre nach §305 Absatz 2[82] oder §320 Absatz 5[83] abzufinden"[84],
4. der *unentgeltliche* Erwerb eigener Aktien bzw. der Erwerb eigener Aktien durch ein Kreditinstitut, sofern es mit dem Erwerb eine Einkaufskommission ausführt[85],
5. der Erwerb eigener Aktien durch Gesamtrechtsnachfolge[86] und
6. der Erwerb eigener Aktien "aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Einziehung nach den Vorschriften über die Herabsetzung des Grundkapitals"[87].

---

eines Forderungsausfalls. Vgl. Baumbach; Hueck (1968), Rn. 6. Vgl. ferner Barz (1973), Anm. 7. Vgl. ferner Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 23.

Bei einem Schaden muß es sich um eine Einbuße der AG selbst, nicht ihrer Aktionäre handeln. Vgl. Lutter, a.a.O. "Kursverluste der Aktionäre sind kein Schaden der AG." Ders., ebenda. Vgl. a. Baumbach; Hueck (1968), Rn. 6, Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 52 und Schlegelberger; Quassowski; Herbig; Geßler; Hefermehl (1939), §65 Rn. 7. Maßgeblich für die Beurteilung, ob ein Schaden für die AG vorliegt, ist ein Vergleich der Vermögenssituation der Gesellschaft im Falle eines Rückkaufs eigener Aktien mit derjenigen ohne Rückkauf eigener Aktien. Ob im Rahmen der Schadensermittlung auch ein entgangener Gewinn zu berücksichtigen ist, ist umstritten. Vgl. Barz (1973), Anm. 7, der dies verneint; a. A. Lutter (1988), Rn. 22. In der jüngeren Literatur scheint unstrittig, daß weder ein entgangener Spekulationsgewinn in eigenen Aktien noch ein Kursverlust auf eigene Aktien im Bestand einen Schaden für die AG darstellen, der einen Erwerb eigener Aktien rechtfertigte. Vgl. z.B. Barz (1973), Anm. 7, Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 38 und Rn. 52 sowie Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 23.

Ferner rechtfertigt nur ein "schwerer" Schaden den Erwerb eigener Aktien. Zwar ist nicht erforderlich, daß der Schaden ein für das Unternehmen existenzbedrohendes Ausmaß annimmt. Er muß allerdings im Hinblick auf die Größe des Unternehmens erheblich sein. Vgl. Lutter (1988), Rn. 28. Dabei muß der Schaden entweder bereits eingetreten sein oder aber in näherer Zukunft drohen. Vgl. Lutter (1988), Rn. 29f.

Schließlich hat der Erwerb eigener Aktien das zur Schadensabwendung tauglichste Mittel zu sein. Vgl. Lutter (1988), Rn. 31 nebst den dortigen Literaturverweisen.

80 §71 Absatz 1 Punkt 1 AktG.

81 §71 Absatz 1 Punkt 2 AktG.

82 §305 AktG regelt die Abfindung außenstehender Aktionäre im Zusammenhang mit dem Abschluß eines Gewinnabführungsvertrags. Vgl. ebenda.

83 §320 Absatz 5 AktG enthält Bestimmungen bezüglich der Abfindung ausscheidender Aktionäre im Falle einer Eingliederung einer Aktiengesellschaft in eine andere Unternehmung.

84 §71 Absatz 1 Punkt 3 AktG.

85 Vgl. §71 Absatz 1 Punkt 4 AktG.

86 Vgl. §71 Absatz 1 Punkt 5 AktG.

87 §71 Absatz 1 Punkt 6 AktG.

Die Zulässigkeit des Erwerbs beschränkt sich in den Fällen 1.), 2.) und 4.) auf *voll eingezahlte*[88] eigene Aktien[89]. Diese Bestimmung soll erreichen, daß kein Aktionär durch Befreiung von seiner Einlagepflicht eine ungerechtfertigte Bevorzugung durch die Aktiengesellschaft erfährt[90].

In Abhängigkeit von der mit dem Erwerb der eigenen Aktien verfolgten Zielsetzung unterscheidet das Gesetz in diesem Zusammenhang zwischen begrenzten und unbegrenzten Ausnahmen vom Verbot des Erwerbs eigener Aktien[91].

2.1.2.2.1. Begrenzte Ausnahmen

Der Besitz[92] von im Rahmen der Fälle 1.) bis 3.) (s.o.: Punkt 2.1.2.2.) erworbenen eigenen Aktien ist auf zehn Prozent des gezeichneten Kapitals[93] der Gesellschaft beschränkt[94]. In diese Quote einzubeziehen sind sämtliche Aktien, die sich im Besitz

-a) der betreffenden Aktiengesellschaft selbst (§71 AktG),
-b) eines von dieser abhängigen Unternehmens (§71d Satz 2 AktG),
-c) eines im Mehrheitsbesitz der AG befindlichen Unternehmens (§71d Satz 2 AktG),
-d) eines Dritten für Rechnung eines der unter a) bis c) genannten Unternehmen (§71d Satz 1 bzw. Satz 2) oder

88 "Geschuldet ist der Nennbetrag ... sowie ein darüber hinausgehender Ausgabebetrag (Agio...)." Raiser (1992), Rn. 25. Parenthese im Original. Vgl. ferner z.B. Ganske (1978), S.2463.

89 Vgl. §71 Absatz 2 Satz 3 AktG.

90 Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 58. Vgl. a. Barz (1973), Anm. 20, Godin; Wilhelmi (1971), Anm. 8, Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 105, Schlegelberger; Quassowski; Herbig; Geßler; Hefermehl (1939), §65 Rn. 10.

91 Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 22ff. und Rn. 58ff. Vgl. ferner Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 28ff. und Rn. 103ff.

92 Unter "Besitz" ist in diesem Zusammenhang die Innehabung der Mitgliedschaft zu verstehen, nicht aber Besitz i.S.v. §§854ff. BGB. Vgl. Zilias; Lanfermann (1980), S.62.

93 D.h. des gem. §266 III HGB auf der Bilanzpassivseite unter Position A.I. auszuweisenden Grundkapitals. Vgl. dazu Barz (1973), Anm. 17, Baumbach; Hueck (1968), Rn. 10, Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 31 sowie Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 54.

94 Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 52ff.

-e) eines abhängigen oder in Mehrheitsbesitz stehenden ausländischen Unternehmens[95]

befinden.

2.1.2.2.2. Unbegrenzte Ausnahmen

Der Gesetzgeber beschränkt den zulässigen Umfang des Erwerbs eigener Aktien mit dem Ziel, ein aus dem Erwerb der Aktien ggf. resultierendes wirtschaftliches Risiko zu begrenzen[96]. Die Erwerbsbeschränkung entfällt mithin dort, wo "wegen der Unentgeltlichkeit des Erwerbs bzw. des Handelns für fremde Rechnung ein wirtschaftliches Risiko nicht angenommen wird"[97]. Unbegrenzt zulässig ist der Erwerb eigener Aktien, sofern er

- unentgeltlich (§71 Absatz 1 Nr.4 AktG)[98],
- in Ausführung einer Einkaufskommission (§71 Absatz 1 Nr.4 AktG)[99],
- im Rahmen einer Gesamtrechtsnachfolge (§71 Absatz 1 Nr.5 AktG)[100] oder
- zum Zwecke der Einziehung der Aktien (§71 Absatz 1 Nr.6 AktG)

---

95 Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 55, ders., a.a.O., §71d, Rn. 22, Barz (1973), Anm. 34, Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 29.

96 Vgl. Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 58.

97 Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 58. Vgl. a. Barz (1973), Anm. 20.

98 Ein unentgeltlicher Erwerb eigener Aktien ist nicht mit einer Leistung der AG an den Aktionär verbunden. Dieser Vorgang stellt keine Einlagenrückgewähr dar, da der Gesellschaft keine Vermögenswerte entzogen werden und ist demnach im Hinblick auf das Kapitalerhaltungsprinzip unproblematisch. Vgl. dazu Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 59. Vgl. a. Barz (1973), Anm. 20, Baumbach; Hueck (1968), Rn. 11, Niessen (1970), S.290, Hefermehl; Bungeroth (1984), Rn. 106, Ziebe (1982), S.177 sowie Raiser (1992), S.219.

99 Der Erwerb eigener Aktien in Ausführung einer Einkaufskommission ist in Deutschland mit Rücksicht auf die Wettbewerbsposition von Aktienbanken zugelassen. Vgl. dazu Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 60f.

Seit 1994 ist Kreditinstituten in ihrer Eigenschaft als Wertpapierhändler das Halten eines Handelsbestandes an eigenen Aktien auch ohne Kundenauftrag gestattet. Dieser Handelsbestand darf fünf von Hundert des gezeichneten Kapitals am Ende jedes Handelstages nicht überschreiten. Vgl. zum diesbezüglichen Gesetzgebungsverfahren ausführlich Referentenentwurf zu §71 AktG des Bundesministers der Justiz, Februar 1993.

100 Vgl. dazu ausführlich Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 62ff. nebst der dort angegebenen Literatur.

erfolgt[101].

Das Stimmrecht eigener Aktien im Bestand der Gesellschaft bzw. eines für Rechnung der Gesellschaft handelnden Dritten ist aufgehoben[102].

2.1.2.3. Bilanzierung eigener Aktien

Das Bilanzgliederungsschema des §266 HGB sieht eine Aktivierung "eigener Anteile" innerhalb des Umlaufvermögens vor. Dabei sind eigene Anteile als gesonderte Position unter der Rubrik "Wertpapiere" auszuweisen[103]. Dieser explizite Ausweis eigener Anteile soll den Bilanzleser darüber informieren, "daß die Gesellschaft ihren Gesellschaftern Einlagen zurückgewährt hat"[104]. Für den Bilanzausweis unerheblich ist, ob die betreffenden eigenen Aktien zulässig oder unzulässig erworben wurden[105]. Entsprechend ihrer Zuordnung zum Umlaufvermögen unterliegen eigene Anteile der Bewertung nach dem strengen Niederstwertprizip gemäß §253 Absatz 3 HGB[106].

---

101 Vgl. zur Begründung der Unbedenklichkeit eines unbeschränkten Erwerbs eigener Aktien in diesen Fällen Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 58ff. nebst der dort angegebenen Literatur.

102 Vgl. §71b und §71d AktG.

103 Vgl. §266 Absatz 2 Position A.III.2. HGB. Vgl. a. Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 49 und Küting; Weber (1990), Rn. 36. Vgl. a. §265 Absatz 3 Satz 2 HGB: Aufgrund dieser Vorschrift darf die Bilanzposition "eigene Anteile" nicht mit anderen Bilanzpositionen zusammengefaßt werden. Vgl. Küting; Weber (1990), Rn. 9, Rn. 29, Rn. 80 und Rn. 86.

104 Küting; Weber (1990), Rn. 36.

105 Vgl. Küting; Weber (1990), Rn. 87.

106 Das strenge Niederstwertprinzip betrifft Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens und besagt, daß, sofern am Bilanzstichtag der Börsen- oder Marktwert eines Aktivums unter dessen Bilanzwert liegt, dieses Aktivum auf den aktuellen Marktwert abzuschreiben ist. Vgl. §253 Absatz 3 Satz 2 und Satz 3 HGB. "Ist ein Börsen- oder Marktpreis nicht festzustellen und übersteigen die Anschaffungs- oder Herstellkosten den Wert, der den Vermögensgegenständen am Abschlußstichtag beizulegen ist, so ist auf diesen Wert abzuschreiben. Außerdem dürfen Abschreibungen vorgenommen werden, soweit diese nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung notwendig sind, um zu verhindern, daß in der nächsten Zukunft der Wertansatz dieser Vermögensgegenstände aufgrund von Wertschwankungen geändert werden muß." Ebenda. Vgl. a. Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 49.

§272 Absatz 4 HGB verlangt die Passivierung einer Rücklage für eigene Anteile in Höhe des auf der Bilanzaktivseite für "eigene Anteile" anzusetzenden Betrags[107]. Die Dotierung dieser Rücklage ist bei Bilanzaufstellung vorzunehmen[108] und hat aus dem Jahresüberschuß oder aus frei verfügbaren Gewinnrücklagen zu erfolgen, d.h. "aus Quellen, die sonst für Ausschüttungszwecke verwendet werden könnten"[109]. Die Rücklagenbildung trägt mithin den Charakter einer "Ausschüttungssperre im Interesse der Kapitalerhaltung"[110]: Sie bewirkt die Sicherung des Haftungsvermögens zur Gewährleistung des Gläubigerschutzes[111].

2.1.2.4. Berichtspflichten über eigene Aktien im Bestand sowie über in eigenen Aktien getätigte Transaktionen

Gemäß §160 Absatz 1 Punkt 2 AktG sind deutsche Aktiengesellschaften verpflichtet, im Anhang zu ihrem Jahresabschluß über die im Berichtsjahr erworbenen und veräußerten eigenen Aktien sowie über vor Beginn des Berichtszeitraums erworbene und am Ende des Berichtsjahres noch im Bestand befindliche eigene Aktien zu berichten[112]. Diese Berichtspflicht besteht unabhängig davon, ob die betreffenden Aktien gemäß §71 AktG zulässig oder unzulässig erworben wurden und umfaßt

- für eigene Aktien im Bestand: deren

    - Zahl,
    - Nennbetrag,

---

107 Vgl. §272 Absatz 4 Satz 1 HGB.

108 Vgl. §270 Absatz 2 HGB. Vgl. a. Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 21f., Rn. 141 und Rn. 145. Vgl. ferner Küting; Weber (1990), Rn. 19. Erfolgt die Rücklagendotierung aus dem Jahresergebnis, ist diese Ergebnisverwendung bei Bilanzerstellung zu berücksichtigen. Vgl. Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 22. "Die Rücklage ... gehört also zur Feststellung des Jahresabschlusses und nicht zur Gewinnverwendung." Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §71, Rn. 73.

109 Küting; Weber (1990), Rn. 8. Zu diesen Quellen zählen (1) der Jahresüberschuß, (2) frei verfügbare Gewinnrücklagen, (3) frei verfügbare Kapitalrücklagen sowie, falls vorhanden, (4) ein Gewinnvortrag. Vgl. Küting; Weber (1990), Rn. 117. Die Gesellschaft muß mithin in der Lage sein, die Rücklage zu dotieren, "ohne das Grundkapital oder eine nach Gesetz oder Satzung zu bildende Rücklage zu mindern, die nicht zu Zahlungen an die Aktionäre verwandt werden darf." Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 142.

110 Küting; Weber (1990), Rn. 8. Vgl. übereinstimmend Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 141.

111 Vgl. Küting; Weber (1990), Rn. 111.

112 Vgl. §160 Absatz 1 Punkt 2 AktG. Vgl. hier und im folgenden Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 31ff. Vgl. ferner Claussen (1985), Rn. 149ff. sowie Godin; Wilhelmi (1971), Anm. 6.

- prozentualen Anteil am Grundkapital sowie
- bei im Berichtsjahr neuerworbenen und am Jahresende noch im Bestand befindlichen eigenen Aktien die Gründe für den Erwerb sowie den Erwerbszeitpunkt. Die Angabe des Erwerbszeitpunktes erfordert eine chronologische Auflistung sämtlicher Kauftransaktionen unter Angabe des Erwerbstages. Bei häufigeren Erwerbsvorgängen sind - z.B. monatsweise - Zusammenfassungen zulässig[113].

• für eigene Aktien, die innerhalb des Berichtsjahres erworben und wieder veräußert wurden: deren

- Zahl,
- Nennbetrag,
- prozentualen Anteil am Grundkapital sowie
- deren Erwerbs- und Veräußerungspreis einschließlich der jeweiligen Verwendung des Verkaufserlöses. Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge sind in diesem Zusammenhang grundsätzlich getrennt darzustellen. Dabei ist über jede in eigenen Aktien getätigte Transaktion einzeln zu berichten. "[Ü]ber die im Rahmen einer Gesamtaktion während des Geschäftsjahres getätigten Käufe und Verkäufe kann aber jeweils **zusammenfassend** berichtet werden, wenn die Angaben zu den Einzelgeschäften keinen weitergehenden Einblick gewähren können."[114]

Hat eine Aktiengesellschaft eigene Aktien *zwecks Abwendung eines Schadens von der Gesellschaft*[115] erworben, "hat der Vorstand die nächste Hauptversammlung über die Gründe und den Zweck des Erwerbs, über die Zahl und den Nennbetrag der erworbenen Aktien, über deren Anteil am Grundkapital sowie über den Gegenwert der Aktien zu unterrichten"[116].

---

113 Vgl. Zilias; Lanfermann (1980), S.96. Die Verpflichtung zur Angabe der Erwerbsgründe sowie der taggenauen Erwerbszeitpunkte soll die Einhaltung bestehender Wiederveräußerungsfristen sicherstellen. Vgl. Bundestagsdrucksache 8/1678, S.17. Vgl. ferner Zilias; Lanfermann, a.a.O. Vgl. zu den im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen bestehenden Wiederveräußerungsfristen §71 Absatz 3 AktG sowie §71c AktG.

114 Adler; Düring; Schmaltz (1990), Rn. 34. Hervorhebung im Original.

115 Vgl. dazu oben: Kapitel 2.1.2.2., Punkt 1.

116 §71 Absatz 3 Satz 1 AktG.

2.2. Beispiele alternativer rechtlicher Regelungen des Erwerbs eigener Aktien

2.2.1. Europäische Union: Erwerb eigener Aktien gemäß Zweiter Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie]

2.2.1.1. Verhältnis einer EU-Richtlinie zum nationalen Recht der EU-Mitgliedstaaten

Der Erwerb eigener Aktien unterliegt im Rahmen der Zweiten Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie][117] der Regelungskompetenz der Europäischen Union. Die Richtlinie als Instrument der Rechtsangleichung innerhalb der Europäischen Union verpflichtet die Gesetzgeber der EU-Mitgliedstaaten auf materielle Regelungsziele, die die Gleichwertigkeit der nationalen Bestimmungen der einzelnen Mitgliedstaaten hinsichtlich des Regelungsgegenstandes der Richtlinie gewährleisten sollen[118]. Die Regelungsziele einer Richtlinie setzen Mindeststandards, denen die nationalen Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten zu entsprechen haben, verbieten aber gleichzeitig eine über die Zielsetzung der Richtlinie hinausgehende Verschärfung der nationalen Bestimmungen[119].

2.2.1.2. Regelungsinhalte der Zweiten Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie]

Im Gegensatz zu §71 des deutschen Aktiengesetzes enthält die Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie] kein grundsätzliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien[120].

---

117 Abgedruckt bei Lutter (1984), S.95ff. Vgl. ebenda.

118 Vgl. Everling (1990), S.1158. Vgl. ferner Hüffer (1979), S.1065.

119 Vgl. Lutter (1984), S.18.

120 Vgl. Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie]. Vgl. im einzelnen z.B. die Formulierung des Artikel 19 Absatz 1, 1. Halbsatz der Richtlinie: "Gestatten die Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaates einer Gesellschaft den Erwerb eigener Aktien ...". In ihrer Entscheidung, den Erwerb eigener Aktien *grundsätzlich* zuzulassen oder zu verbieten, sind die EU-Mitgliedstaaten demnach frei. Vgl. als Beleg ferner Bundestagsdrucksache 8/1678: "Insbesondere sieht der Entwurf [des zuständigen deutschen Gesetzgebers] davon ab, entsprechend dem in Artikel 19 Absatz 1 der Richtlinie *zugelassenen* System anderer Mitgliedstaaten der EU einem Erwerb eigener Aktien ohne Vorliegen eines besonderen Grundes nur aufgrund einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung zuzulassen". Bundestagsdrucksache 8/1678, S.15. Kursiv nicht im Original.

Sie nennt insbesondere keinerlei Verbot des Erwerbs eigener Aktien zu bestimmten Zwecken[121]. Die Zweite Richtlinie stellt den EU-Mitgliedstaaten mithin frei, den Erwerb eigener Aktien - zu welchem Zweck und aus welchen Motiven heraus auch immer - zuzulassen[122].

Die Richtlinie enthält allerdings Bestimmungen, die das Rückkaufvolumen[123] sowie die zum Erwerb eigener Aktien verwendbaren Finanzmittel beschränken[124]. Sie regelt ferner die unternehmensinternen Entscheidungsbefugnisse über den Rückkauf eigener Aktien[125]. Darüberhinaus finden sich in der Richtlinie Vorschriften bezüglich des Stimmrechtes eigener Aktien im Bestand[126], deren bilanzieller Behandlung[127] sowie über mit dem Erwerb eigener Aktien verbundene Publizitätspflichten[128].

Im einzelnen unterwirft die Zweite Richtlinie [Kapitalrichtlinie] jeglichen Erwerb eigener Aktien vier Bedingungen:

1. Der Erwerb ist auf *höchstens zehn Prozent des gezeichneten Kapitals* beschränkt[129].
2. Der Erwerb eigener Aktien durch eine Gesellschaft bedarf der *Genehmigung ihrer Hauptversammlung*. Die Hauptversammlung beschließt über den höchsten bzw.

---

121 So wäre immerhin denkbar, daß der Rückkauf eigener Aktien z.B. zwecks Kurspflege untersagt wird. Dies ist aber nicht der Fall: In Frankreich beispielsweise ist der Erwerb eigener Aktien zwecks Kurspflege ("régularisation du cours des actions en bourse"; Poitrinal (1991), S.732) ausdrücklich zulässig. Vgl. Art. 217-2 Absatz 1 der Loi du 24 Juillet 1966, modifiziert durch die Loi du 30 Septembre 1981. Vgl. a. Poitrinal (1991), S.732f.

122 Vgl. Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts. Bundestagsdrucksache 8/1678 v. 31.3.1978, S.14.

123 Vgl. Artikel 19 Absatz 1 lit.c der Richtlinie.

124 Vgl. Artikel 23 Absatz 2 der Richtlinie.

125 Vgl. Artikel 19 Absatz 1 lit.a der Richtlinie.

126 Vgl. Artikel 22 Absatz 1 lit.a der Richtlinie.

127 Vgl. Artikel 22 Absatz 1 lit.b der Richtlinie.

128 Vgl. Artikel 22 Absatz 2 der Richtlinie.

129 Vgl. Artikel 19 Absatz 1 lit.b der Richtlinie. Auf diese zehn Prozent werden sämtliche eigenen Aktien im Bestand der Gesellschaft angerechnet, unabhängig davon, auf welche Weise die jeweiligen Aktien in den Besitz der Gesellschaft gelangt sind.

niedrigsten Gegenwert pro Aktie sowie über die Höchstzahl von Aktien[130], die zurückerworben werden sollen[131].

3. Erworben werden dürfen nur *voll eingezahlte* eigene Aktien[132].
4. Ein Erwerb eigener Aktien darf nicht dazu führen, daß "das Nettoaktivvermögen, wie es der Jahresabschluß ausweist, den Betrag des gezeichneten Kapitals zuzüglich der Rücklagen, deren Ausschüttung das Gesetz oder die Satzung nicht gestattet, ... unterschreitet oder unterschreiten würde"[133;134].

Unter Verstoß gegen die genannten Vorschriften[135] erworbene eigene Aktien sind innerhalb eines Jahres, vom Erwerbszeitpunkt an gerechnet zu veräußern. Unterbleibt die Veräußerung innerhalb der gesetzten Frist, müssen die betreffenden Aktien für nichtig erklärt werden[136]. Das Halten von richtlinienkonform erworbenen eigenen Aktien unterliegt keinerlei zeitlicher Beschränkung[137].

Hinsichtlich des Stimmrechts eigener Aktien im Bestand, deren bilanzieller Behandlung sowie der mit einem Erwerb eigener Aktien verbundenen Publizitätspflichten decken sich die EU-

---

130 Maximal zehn Prozent des gezeichneten Kapitals. S.o.

131 Vgl. Artikel 19 Absatz 1 lit.a der Richtlinie.

Einem Votum der Aktionäre geht eine Entscheidung des Managements voraus: Nur wenn die Unternehmensleitung einen Rückkauf eigener Aktien beabsichtigt, erhalten die Aktionäre Gelegenheit zur Abstimmung. Vgl. Artikel 19 Absatz 1 lit.a. Falls der Erwerb eigener Aktien zur Abwehr eines "schweren unmittelbar bevorstehenden Schadens von der Gesellschaft" (Artikel 19 Absatz 2, Satz 1 der Richtlinie) notwendig wird, stellt die Richtlinie den nationalen Gesetzgebern frei, auf die Genehmigung des Erwerbs durch die Hauptversammlung zu verzichten. An die Stelle des Genehmigungsrechtes der Hauptversammlung tritt in diesem Fall eine Informationspflicht des Vorstands gegenüber der nächsten Hauptversammlung über Einzelheiten des getätigten Erwerbs. Vgl. Artikel 19 Absatz 2 der Richtlinie. Erfolgt der Erwerb eigener Aktien "im Hinblick auf eine Ausgabe an die Arbeitnehmer der Gesellschaft oder an die Arbeitnehmer einer mit dieser verbundenen Gesellschaft" (Artikel 19 Absatz 3), schreibt die Zweite Richtlinie eine Genehmigung des Aktienerwerbs durch die Hauptversammlung ebenfalls nicht vor. Vgl. Artikel 19 Absatz 3 der Richtlinie.

132 Vgl. Artikel 19 Absatz 1 lit.d der Richtlinie.

133 Artikel 15 Absatz 1 lit.a. Vgl. auch Artikel 19 Absatz 1 lit.c der Richtlinie.

134 In Artikel 20 nennt die Richtlinie acht Fälle, auf die die EU-Mitgliedstaaten die Vorschriften des Artikel 19 [Bedingungen für den Erwerb eigener Aktien] nicht anzuwenden brauchen, die mithin nicht den genannten vier Bedingungen unterliegen. Vgl. dazu Artikel 20, Absatz 1 lit.b bis h der Zweiten Richtlinie.

135 Vgl. Artikel 19 und 20 der Richtlinie.

136 Vgl. Artikel 21 i.V.m. Artikel 20 Absatz 3 der Richtlinie.

137 Vgl. Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie].

Richtlinienbestimmungen im wesentlichen mit den Rechtsvorschriften in der Bundesrepublik Deutschland[138].

2.2.2. Erwerb eigener Aktien nach französischem Recht

Das französische Recht verbietet grundsätzlich Zeichnung, Kauf und Inpfandnahme eigener Aktien[139]. Allerdings gestattet der Gesetzgeber Ausnahmen von diesem Verbot[140]. Ausdrücklich zulässig ist der Erwerb eigener Aktien u.a.

- im Rahmen einer Kapitalherabsetzung[141],
- zwecks Ausgabe von Belegschaftsaktien[142] sowie
- zwecks Kurspflege[143].

Ein Erwerb eigener Aktien zwecks Kapitalherabsetzung sowie zwecks Kurspflege bedürfen der Genehmigung der Aktionärsversammlung. Erwerben darf eine Aktiengesellschaft in jedem der genannten Ausnahmefälle lediglich voll eingezahlte eigene Aktien. Ein Erwerb eigener Aktien darf nur aus frei verfügbaren Reserven erfolgen. Der Gesamtbestand an eigenen Aktien darf zehn Prozent des gezeichneten Kapitals nicht übersteigen[144]. Bezugs-, Dividenden- sowie Stimmrechte eigener Aktien im Bestand ruhen.

---

138 Geringfügige Abweichungen betreffen die Bildung einer Rücklage für eigene Anteile: Während nach §272 Absatz 4 des deutschen Handelsgesetzbuches eine Rücklage für eigene Anteile in Höhe des auf der Bilanzaktivseite für eigene Aktien ausgewiesenen Betrages zu dotieren ist, sieht die Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 eine Rücklagendotierung in Höhe des Nennbetrages der Aktien oder, sofern ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, des rechnerischen Wertes aller zurückerworbenen Aktien vor. Vgl. Zweite Richtlinie vom 13. Dezember 1976 [Kapitalrichtlinie], Artikel 39 lit.e.

139 Vgl. Art. 217 und 217-8 der Loi du 24 Juillet 1966.

140 Vgl. hier und im folgenden Poitrinal (1991), S.732ff.

141 Vgl. Art. 217 Absatz 2 und Art. 275 der Loi du 24 Juillet 1966.

142 Vgl. Art. 217-1 Absatz 1 der Loi du 24 Juillet 1966 sowie Ordonnance No. 86-1134 du 21 Octobre 1986.

143 Vgl. Art. 217-2 Absatz 2 der Loi du 24 Juillet 1966. Transaktionen in eigenen Aktien zwecks Kurspflege müssen gegen den Börsenkurstrend des Papiers erfolgen, dürfen nur 25% des täglichen Handelsvolumens in dem entsprechenden Wert ausmachen und haben ferner je Börsensitzung über nur einen einzigen Intermediär zu erfolgen. Vgl. Arrêté homologuant le règlement 90-04 de la Commission des Opérations de Bourse relatif à l´établissement des cours du Ministre des Finances vom 5 Juli 1990.

144 Vgl. Art. 217-3 der Loi du 24 Juillet 1966.

2.2.3. Erwerb eigener Aktien gemäß schweizerischem Obligationenrecht

Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Schweizerisches Bundesparlament) hat am 4. Oktober 1991 mit Wirkung ab dem 1. Juli 1992 eine Teilreform des 26. Titels des Obligationenrechts über die Aktiengesellschaft verabschiedet[145]. Zielsetzung dieser Aktienrechtsrevision war

1. die Erhöhung der Transparenz des Aktienrechts,
2. die Verstärkung des Aktionärsschutzes,
3. die Verbesserung von Struktur und Funktion der Organe der Aktiengesellschaft,
4. die Erleichterung der Kapitalbeschaffung für Aktiengesellschaften und
5. die Verhinderung von Mißbräuchen[146].

Im Unterschied zum bisherigen Recht ist der Erwerb eigener Aktien gemäß Artikel 659 des revidierten Obligationenrechts zulässig. Zwei Bedingungen sind in diesem Zusammenhang zu beachten:

1. Ein Erwerb eigener Aktien darf ausschließlich aus frei verfügbaren Rücklagen oder aus einem Bilanzgewinn erfolgen[147].
2. Der Erwerb eigener Aktien ist auf zehn Prozent des Aktienkapitals beschränkt[148]. Werden im Rahmen der Übertragbarkeitsbeschränkung vinkulierte Namensaktien erworben, erhöht sich diese Quote auf 20 Prozent. "Die über zehn Prozent hinaus erworbenen eigenen Aktien sind innert [!] zweier Jahre zu veräußern oder durch Kapitalherabsetzung zu vernichten."[149]

---

145 Vgl. Mathys (1993), S.644. Vgl. ferner Scholtissek (1992), S.128.

146 Vgl. Drucksache 83015, Botschaft über die Revision des Aktienrechts, Bern, 23. Februar 1983.

147 Vgl. Art. 659 Absatz 1 revOR.

148 Vgl. ebenda.

149 Art. 659 Absatz 2 revOR. Vgl. ebenda.

Das Stimmrecht eigener Aktien im Bestand ruht[150]. In der Bilanz ist eine dem Anschaffungswert der eigenen Aktien entsprechende gesonderte Reserve auszuweisen[151;152].

2.2.4. Erwerb eigener Aktien im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht

In den USA unterliegt das Gesellschaftsrecht der Regelungsbefugnis der einzelnen Bundesstaaten. Wesentlichen Einfluß auf die Gesetzgebung der Einzelstaaten übt der von einem seitens der American Bar Association (ABA) eingesetzten Committee on Corporate Laws redigierte Model Business Corporations Act (MBCA) aus[153].

Trotz weitgehender grundsätzlicher Übereinstimmung des Gesellschaftsrechts in den einzelnen Bundesstaaten der USA sind - ungeachtet aller Harmonisierungsbestrebungen - in Detailfragen erhebliche zwischenbundesstaatliche Unterschiede zu verzeichnen[154]. Anstelle einer Darstellung der rechtlichen Regelung des Erwerbs eigener Aktien in sämtlichen Einzelstaaten werden im folgenden lediglich die entsprechenden Vorschriften des MBCA sowie die Bestimmungen zu Aktienrückkäufen der Bundesstaaten Kalifornien, New York und Delaware kurz skizziert[155].

Der *MBCA* gesteht Aktiengesellschaften ausdrücklich das Recht zu, eigene Aktien zu erwerben. Die Wiederveräußerung erworbener eigener Aktien kann jede Gesellschaft qua Satzung ausschließen[156]. Eine Beschränkung erfährt das Recht zum Erwerb eigener Aktien lediglich

---

150 Vgl. Art. 659a Absatz 1 revOR.

151 Vgl. Art. 659a Absatz 2 revOR.

152 Vgl. Mathys (1993), S.644. Vgl. ferner Planta; Tschäni (1992), S.256.

153 Vgl. zur Bedeutung des MBCA Kübler (1989), S.16 m.w.N.

154 Vgl. Kübler (1989), S.16.

155 Diese Vorgehensweise folgt Kübler (1989): "Die Bedeutung des Gesellschaftsrechts Kaliforniens und New Yorks beruht auf dem Bevölkerungsreichtum beider Staaten, ihrer Entwicklung im sekundären und tertiären Sektor und dem vergleichsweise hohen Anspruchsniveau ihrer Gesetzgebung. Das kleine Delaware ist seit langem bevorzugter Inkorporationsstaat der großen Aktiengesellschaften. ... Delaware [verfügt] über eine im Gesellschaftsrecht hochqualifizierte Richterschaft, der die Fähigkeit zu im Einzelfall zuträglicher und generell konsistenter Weiterbildung des corporate law in besonderem Maße zugetraut wird." Ebenda, S.16.

Vgl. zur rechtlichen Regelung des Erwerbs eigener Aktien in den USA ferner Poitrinal (1991), S.733ff. sowie Hampel (1994), S.60ff.

156 Vgl. §6.31 MBCA.

insoweit, als durch den Aktienrückkauf die generellen Vorschriften über die Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen an Aktionäre tangiert werden[157]: Ausschüttungen von Gesellschaftsvermögen an Aktionäre dürfen nicht erfolgen, sofern diese Leistungen die vollständige Erfüllung sämtlicher gegenüber den zurückzuerwerbenden Aktien im Liquidationsfall bevorrechtigten Forderungen und Ansprüche gefährden[158].

Ein Erwerb eigener Aktien macht deren Emission rückgängig, mit der Folge, daß diese Aktien den Status eines Beteiligungstitels bis zu ihrer Wiederveräußerung verlieren: "A corporation may acquire its own shares and shares so acquired constitute authorized but unissued shares."[159]

Gemäß dem *California General Corporation Law* unterliegt der Erwerb eigener Aktien keinerlei Beschränkung, sofern er dem Interesse der den Aktienrückkauf tätigenden Unternehmung dient und die ordnungsgemäße Bedienung unbesicherter Forderungen nicht gefährdet[160]. Sind diese Voraussetzungen nicht erfüllt, unterliegt der Erwerb eigener Aktien den Bestimmungen über die Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen: Danach sind Aktienrückkäufe gestattet, sofern (1) sie aus einbehaltenen Gewinnen erfolgen oder (2) nach dem Aktienrückkauf die Summe der Aktiva des rückkaufwilligen Unternehmens (abzüglich des immateriellen Unternehmenswertes, aktivierter Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie aktiver Rechnungsabgrenzungsposten) die Summe seiner Passiva (abzüglich passiver Rechnungsabgrenzungsposten) um mindestens 25 Prozent übersteigt und die liquiden Mittel mindestens den kurzfristigen Verbindlichkeiten entsprechen[161].

Der Erwerb eigener Aktien steht Unternehmen gemäß dem *New York Business Corporation Law* frei, sofern der Erwerb zulasten frei verfügbarer Rücklagen erfolgt und die Unternehmung nicht zum Zeitpunkt des Rückkaufs insolvent ist bzw. durch den Aktienrückkauf insolvent wird[162]. Aktienrückkäufe, deren Gegenwert die freien Rücklagen übersteigt, dürfen ausschließlich zwecks Einziehung bruchteiligen Anteilsbesitzes ("fractions of shares"), zur

---

157 Vgl. §6.40 (c) MBCA.

158 Vgl. zu Möglichkeiten und Grenzen der Ausschüttungspolitik US-amerikanischer Unternehmen ferner Augustin (1994), S.659f.

159 §6.31 (a) MBCA.

160 Vgl. §166 des California General Corporation Law.

161 Vgl. §500 des California General Corporation Law.

162 Vgl. §513 des New York Business Corporation Law.

Sicherung von Forderungen oder zum Auskauf von Aktionären, die gegenüber der Gesellschaft einen entsprechenden gesetzlichen Anspruch geltend machen können ("shareholders entitled to receive payment for their shares") durchgeführt werden.

Das *Delaware General Corporation Law* erlaubt Aktienrückkäufe, sofern die entsprechenden Transaktionen nicht zu einer Reduktion des Gesellschaftskapitals führen[163]. Der Begriff "Gesellschaftskapital" bezeichnet in diesem Zusammenhang einen vom Board of Directors einer Unternehmung bei Aktienneuemissionen festzulegenden Anteil am erzielten Emissionserlös[164].

2.3. Zusammenfassung

Der Erwerb eigener Aktien erfährt in Deutschland eine im Vergleich zu ausgewählten Drittstaaten restriktive rechtliche Regelung:

Deutschen Aktiengesellschaften ist ein Erwerb ihrer eigenen Aktien, von wenigen Ausnahmefällen abgesehen, grundsätzlich untersagt. Sämtliche von einer Unternehmung in ihren eigenen Aktien getätigten Transaktionen unterliegen nach deutschem Recht einer umfassenden Berichts- bzw. Publizitätspflicht. Das grundsätzliche Erwerbsverbot des §71 des deutschen Aktiengesetzes geht über die Anforderungen der im Zusammenhang mit dem Erwerb eigener Aktien maßgeblichen Zweiten EU-Richtlinie [Kapitalrichtlinie] hinaus: Die Richtlinie verlangt lediglich eine Erwerbsbeschränkung für eigene Aktien auf 10 Prozent des gezeichneten Kapitals. Innerhalb dieser Grenze läßt sie den Erwerb eigener Aktien grundsätzlich zu.

In *Frankreich* ist der Erwerb eigener Aktien - ebenso wie in Deutschland - grundsätzlich verboten. Im Gegensatz zum deutschen Aktiengesetz erlaubt das französische Recht jedoch Aktienrückkäufe zwecks Kurspflege.

In der *Schweiz* ist Aktiengesellschaften ein Erwerb ihrer eigenen Aktien grundsätzlich bis zur Höhe von 10 Prozent des Aktienkapitals gestattet.

---

163 Vgl. §160 des Delaware General Corporation Law.

164 Vgl. §154 des Delaware General Corporation Law.

Nach *US-amerikanischem* Gesellschaftsrecht sind Aktienrückkäufe grundsätzlich in beliebiger Höhe zulässig. Eine Beschränkung erfahren sie lediglich durch gesetzliche Vorschriften bezüglich der Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen.

Tabelle 5 faßt die Grundzüge der rechtlichen Regelung des Erwerbs eigener Aktien innerhalb der dargestellten Rechtskreise zusammen.

Rechtskreis	**Rechtslage**
Bundesrepublik Deutschland	Grundsätzliches Erwerbsverbot; Ausnahmen: • Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens von der AG • Aktienrückkauf zwecks Ausgabe von Belegschaftsaktien • Abfindung von Aktionären abhängiger Unternehmen • unentgeltlicher Erwerb eigener Aktien • Erwerb durch Gesamtrechtsnachfolge • Herabsetzung des Grundkapitals
Europäische Union	Erwerb eigener Aktien bis zur Höhe von zehn Prozent des gezeichneten Kapitals grundsätzlich erlaubt
Frankreich	Grundsätzliches Erwerbsverbot Ausnahmen (u.a.): • Erwerb im Rahmen einer Kapitalherabsetzung • Erwerb zwecks Ausgabe von Belegschaftsaktien • Erwerb zwecks Kurspflege
Schweiz	Erwerb bis zur Höhe von zehn Prozent des Aktienkapitals grundsätzlich zulässig
USA	Erwerb grundsätzlich in beliebigem Umfang zulässig, sofern nicht der Aktienrückkauf gesetzliche Vorschriften über die Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen verletzt

Tabelle 5: Zusammenfassung verschiedener nationaler rechtlicher Regelungen des Erwerbs eigener Aktien [Quelle: Eigenerstellung]

3. Erwerb eigener Aktien als Finanzmanagementinstrument

Die folgenden Ausführungen analysieren den Erwerb eigener Aktien als Instrument des Finanzmanagements einer Aktiengesellschaft. Neben Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten von Aktienrückkäufen stellt dieser Abschnitt insbesondere verschiedene Methoden des Erwerbs eigener Aktien sowie sich durch Aktienrückkäufe für Unternehmen eröffnende finanzierungspolitische Gestaltungsmöglichkeiten dar. Verschiedene Aktienrückkaufmethoden unterschieden sich z.T. deutlich voneinander hinsichtlich der Gestaltungsmöglichkeiten, die sie dem Finanzmanagement einer Aktiengesellschaft eröffnen. Diese Unterschiede werden im folgenden herausgearbeitet.

Die Ausführungen des folgenden Abschnitts bilden die Grundlage für die sich in Kapitel 4 dieser Arbeit anschließende Analyse des Erwerbs eigener Aktien vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes.

3.1. Methoden des Erwerbs eigener Aktien

Die US-amerikanische Finanzierungspraxis unterscheidet drei grundsätzliche Methoden des Erwerbs eigener Aktien[165]: Transaktionen an der Börse[166], öffentliche Aktienrückkaufangebote an Aktionäre[167] sowie Vereinbarungen mit einzelnen Aktionären oder Aktionärsgruppen[168]. Die verschiedenen Erwerbsmethoden unterscheiden sich insbesondere hinsichtlich ihrer Beobachtbarkeit für den Kapitalmarkt, des in die Rückkaufaktivitäten einbezogenen Aktionärskreises sowie hinsichtlich der Notwendigkeit zur Zahlung einer Rückkaufprämie[169] auf den aktuellen Börsenkurs der Aktie.

---

165 Vgl. Dann (1981), S.114ff. Vgl. ferner z.B. Brealey; Myers (1984), S.333, Coates; Fredman (1976), S.41f., Masulis (1980), S.305 und Copeland; Weston (1988), S.596.

166 Engl.: "Open market repurchases". Vgl. z.B. Copeland; Weston (1988), S.596.

167 Engl.: "Tender offer". Vgl. z.B. Masulis (1980), S.305 sowie Copeland; Weston (1988), S.597.

168 Engl.: "Privately negotiated purchases" (z.B. Dann; DeAngelo (1983), S.275 und Masulis (1980), S.305), "negotiated premium buybacks" (z.B. Copeland; Weston (1988), S.738) bzw. "Greenmail" (z.B. Klein; Rosenfeld (1988), S.493 und Shleifer; Vishny (1986), S.293). Vgl. dazu ausführlich unten: Kapitel 4.2.1.2. dieser Arbeit.

169 Vgl. Jensen; Smith (1985), S.115f.

Im Rahmen eines *börsenmäßigen Erwerbs eigener Aktien* tritt eine Aktiengesellschaft am Kapitalmarkt als Käufer ihrer Aktien auf. Der Rückkaufpreis entspricht dem jeweils aktuellen Börsenkurs; eine Prämienzahlung erfolgt nicht. Aktienrückkaufaktivitäten eines Unternehmens an der Börse sind für den Kapitalmarkt nicht beobachtbar[170]. Sofern nicht Rechtsvorschriften eine Publikation von in eigenen Aktien getätigten Börsentransaktionen erzwingen, liegt es im Ermessen des Unternehmens, sich als Käufer zu erkennen zu geben bzw. seine Rückerwerbsaktivitäten öffentlich bekanntzumachen[171]. Da allen Aktionären gleichermaßen freisteht, ihre Aktien zum aktuellen Kurs an der Börse zu veräußern, findet eine Diskriminierung verschiedener Aktionäre bzw. Aktionärsgruppen nicht statt.

Der Erwerb eigener Aktien durch Transaktionen an der Börse wird in den USA häufig im Rahmen eines umfangreichen Aktienrückkaufprogramms einer Aktiengesellschaft durchgeführt. In diesem Zusammenhang gibt eine Aktiengesellschaft ihre Absicht bekannt, innerhalb eines bestimmten Zeitraums eine bestimmte Anzahl eigener Aktien an der Börse zu erwerben[172].

Ein *öffentliches Aktienrückkaufangebot* kann sich an ausnahmslos alle Aktionäre oder an bestimmte Aktionärsgruppen richten. Die veröffentlichten Angebotsbedingungen spezifizieren üblicherweise den gebotenen Rückerwerbspreis, die Geltungsdauer des Angebotes sowie die Anzahl von Aktien, die das Unternehmen höchstens zurückerwerben möchte. Die Annahme eines öffentlichen Rückkaufangebotes beruht auf einer freiwilligen Entscheidung jedes einzelnen Aktionärs. Da sich Aktien stets ausschließlich in den Händen von Investoren befinden, die diese Papiere zu ihrem aktuellen Börsenkurs als zumindest "haltenswert" einschätzen, wird ein öffentliches Aktienrückkaufangebot nur dann auf Resonanz stoßen, wenn der gebotene Rückkaufpreis eine Prämie auf den aktuellen Börsenkurs der Aktie einschließt. Für den Fall eines Überangebotes an Aktien kann sich die Gesellschaft eine Repartierung - entweder "pro rata" oder auf "first-come-first-serve" Basis - vorbehalten. Die Lancierung eines öffentlichen Aktienrückkaufangebotes kommt der Gewährung einer Verkaufsoption gleich: Die Aktionäre der Gesellschaft erhalten das Recht, nicht aber die Pflicht, ihre Aktien innerhalb eines bestimmten Zeitraums zu einem festgelegten Preis an die Emittentin zu veräußern[173].

---

170 Evtl. lassen jedoch die Entwicklung von Börsenkurs und Umsatzvolumen einer Aktie Schlußfolgerungen bzgl. etwaiger Rückkaufaktivitäten der Emittentin zu.

171 Vgl. Barclay; Smith (1988), S.65. Vgl. ferner Brennan; Thakor (1990), S.996.

172 Vgl. z.B. Vermaelen (1981), S.176.

173 Vgl. Bhagat; Brickley; Loewenstein (1987). Vgl. zur Optionspreistheorie grundlegend Black; Scholes (1973). Vgl. zu einer diesbezüglichen deutschsprachigen Übersicht und einer Anwendung der Optionspreistheorie im güterwirtschaftlichen Bereich Fröhls (1995).

Zunehmende Bedeutung haben in jüngerer Zeit zwei Varianten des öffentlichen Aktienrückkaufangebotes erlangt:

1. Der Erwerb eigener Aktien durch *Emission übertragbarer Verkaufsrechte*[174] macht die einem Aktienrückkaufangebot inhärente Verkaufsoption handelbar: Bei diesem Verfahren teilt eine Aktiengesellschaft ihren Anteilseigner proportional zu deren jeweiligem Anteilsbesitz Optionen zu, die innerhalb eines bestimmten Zeitraums[175] zum Verkauf einer bestimmten Anzahl von Aktien[176] zu einem festgesetzten Preis berechtigen. Aktionäre, die sich nicht von ihrem Aktienbestand trennen möchten, können die Optionsprämie durch Veräußerung ihrer Verkaufsrechte realisieren und sind - anders als bei einem konventionellen öffentlichen Aktienrückkaufangebot - nicht mehr gezwungen, ihre Optionen verfallen zu lassen. Sofern der Basispreis der Optionen am Laufzeitende über dem dann geltenden Börsenkurs liegt, ist sichergestellt, daß sämtliche Optionen spätestens an ihrem Verfalltag ausgeübt werden[177]. Gegenüber einem öffentlichen Rückkaufangebot reduziert sich sowohl für Aktionäre als auch für die Aktiengesellschaft selbst das aus der Unsicherheit über den Ausgang der Transaktion resultierende Risiko einer Repartierung bzw. einer mangelnden Verkaufsbereitschaft der Aktionäre.

2. Im Rahmen eines *Holländischen Auktionsverfahrens*[178] gibt eine rückkaufwillige Aktiengesellschaft eine Preisspanne vor, innerhalb derer jeder einzelne Aktionär festlegt, wieviele Aktien er der Gesellschaft zu welchem Preis anzudienen bereit ist. Die Aktiengesellschaft sammelt alle Verkaufsangebote in der Reihenfolge der geforderten Preise und bestimmt so

---

174 Engl.: "Transferable Put Rights, TPRs". Vgl. Kale; Noe; Gay (1989). Vgl. hier und im folgenden ebenda. "TPRs are commonly known as tender puts. TPRs marketed by Merrill Lynch are called SHARPS, for SHAre Repurchase PutS. TPRs marketed by Morgan Stanley are called Transferable Share Repurchase Rights to Sell." Ebenda, S.141. Hervorhebungen im Original.

175 Zu unterscheiden sind europäische Optionen, die lediglich an ihrem Verfalltag ausgeübt werden können, und amerikanische Optionen, deren Ausübung während der gesamten Optionslaufzeit möglich ist. TPRs gestatten eine Ausübung zu einem beliebigen Zeitpunkt innerhalb ihrer Laufzeit, tragen mithin den Charakter einer amerikanischen Option. Vgl. Kale; Noe; Gay (1989), S.141. Vgl. zur Unterscheidung zwischen europäischen und amerikanischen Optionen Cox; Rubinstein (1985).

176 "For example, if the firm wished to repurchase 10% of its outstanding shares, each shareholder would receive one TPR per ten shares owned." Kale; Noe; Gay (1989), S.141.

177 Bei der Festsetzung eines zu niedrigen Optionsbasispreises ist denkbar, daß der Börsenkurs der Aktie am Verfalltag den Basispreis der Option übersteigt. Die Option hat dann den Wert Null und wird nicht ausgeübt. Dieses Problem ist für die folgenden Ausführungen ohne Belang und wird deshalb hier nicht weiter vertieft.

178 Engl.: "Dutch Auction Offer". Vgl. Comment; Jarrell (1991), S.1247. Vgl. ferner Lee; Mikkelson; Partch (1992), S.1948.

den niedrigsten Preis, der ihr den Erwerb des gewünschten Quantums eigener Aktien ermöglicht. Dieser Preis wird allen zu diesem oder einem niedrigeren Preis verkaufsbereiten Aktionären gezahlt. Sofern die Anzahl der zum seitens der Aktiengesellschaft festgelegten Mindestpreis (unterste Grenze der festgelegten Preisspanne) angebotenen Aktien die Nachfrage des Unternehmens übersteigt, erfolgt eine Repartierung der Verkaufsangebote.

"In an typical dutch auction, the minimum price is a few percent above the market price while the maximum price represents a premium similar to the average for fixed-price offers. Hence, in the event of oversubscription, the purchase price in a dutch auction is generally less than the purchase price in a fixed-price offer."[179]

Im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien im Rahmen von *Vereinbarungen mit einzelnen Aktionären bzw. Aktionärsgruppen* verhandelt ein rückkaufwilliges Unternehmen direkt mit den jeweiligen Anteilseignern. Entsprechende Transaktionen finden ausschließlich mit Großaktionären statt, i.d.R. zu einem den aktuellen Börsenkurs der Aktie übersteigenden Preis. Die übrigen Aktionäre erhalten keine Möglichkeit, ihre Aktien an die Emittentin zu veräußern. Eine Bekanntgabe der Transaktion sowie insbesondere der Rückkaufbedingungen liegt im Ermessen der beteiligten Parteien, sofern dem nicht anderslautende Rechtsvorschriften entgegenstehen.

Tabelle 6 faßt die wichtigsten Unterscheidungsmerkmale der verschiedenen Aktienrückkaufmethoden zusammen.

3.2. Finanzierungspolitische Gestaltungsmöglichkeiten durch Aktienrückkäufe

Ein Erwerb eigener Aktien ermöglicht Aktiengesellschaften eine Beeinflussung der Zusammensetzung ihres Aktionärskreises, eine Einflußnahme auf den eigenen Börsenkurs sowie eine Gestaltung ihrer Kapitalstruktur[180]. Diese sich durch Aktienrückkäufe eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten sind interdependent: So beeinflußt beispielsweise ein zwecks Gestaltung der Eigentümerstruktur vorgenommener Aktienrückkauf gleichzeitig auch sowohl die Kapitalstruktur als auch den Aktienkurs eines Unternehmens.

---

179 Comment; Jarrell (1991), S.1247.

180 Vgl. Ellis (1965), Bierman; West (1966), Guthart (1967), Coates; Fredman (1976) sowie Stewart (1976).

Erwerbsmethode	**Für den Kapitalmarkt beobachtbare Variable**[181]	**Rückkaufprämie auf aktuellen Börsenkurs**	**Ungleichbehandlung von Aktionären**
Rückkauf über die Börse	(Rückkaufvorgang ist nicht beobachtbar; ggf. sind Rückschlüsse aus Aktienumsatzvolumina möglich)	nein[182]	nein
Öffentliches Aktienrückkauf-angebot			
• konventionelles Aktienrückkaufangebot	• gezahlter Rückkaufpreis • Höchstzahl der zurückzukaufenden Aktien • Rückkaufzeitpunkt	ja	möglich
• Zuteilung von TPRs	• gezahlter Rückkaufpreis • Anzahl zurückgekaufter Aktien • Rückkaufzeitraum	ja	nein
• Holländisches Auktionsverfahren	• mindestens bzw. höchstens gezahlter Rückkaufpreis • Höchstzahl zurückgekaufter Aktien • Rückkaufzeitraum	ja	nein
Paketerwerb von einem Großaktionär	(Transaktion ist für den Kapitalmarkt nicht beobachtbar)	(i.d.R.) ja	ja

Tabelle 6: Zusammenfassende Darstellung verschiedener Aktienrückkaufmethoden [Quelle: Eigenerstellung]

181 Angeführt werden ausschließlich die im Rahmen der jeweiligen Aktienrückkaufmethode *zwingend*, d.h. aus der Natur der Rückkaufmethode heraus bekannt werdenden Informationen. Freiwillig oder aufgrund bestehender Rechtsvorschriften veröffentlichte Informationen bleiben unberücksichtigt.

182 Dies schließt nicht aus, daß insbesondere im Rahmen umfangreicher Aktienrückkaufprogramme die von der Gesellschaft für eigene Aktien gezahlten Preise zwischen verschiedenen einzelnen Rückkäufen divergieren können.

3.2.1. Erwerb eigener Aktien zwecks Gestaltung der Eigentümerstruktur einer Aktiengesellschaft

Sofern Aktienrückkäufe nicht "pro-rata" erfolgen, d.h. jeder Aktionär nicht einen identischen relativen Anteil seines Aktienbestands an die Emittentin veräußert, führen sie zu Veränderungen innerhalb des Aktionärskreises eines Unternehmens. Aktiengesellschaften können sich diesen Zusammenhang zunutze machen, indem sie durch gezielten Einsatz geeigneter Aktienrückkaufmethoden ihren Aktionärskreis aktiv gestalten.

3.2.1.1. Verkleinerung des Aktionärskreises

Unter Kostengesichtspunkten kann ein Unternehmen an einer zahlenmäßigen Verkleinerung seines Aktionärskreises interessiert sein. Kosten für Druck und Verteilung von Geschäftsberichten, der Zahlung von Dividenden sowie für die Zuteilung von Bezugsrechten[183], um nur einige Beispiele zu nennen, variieren unmittelbar mit der Anzahl der Anteilseigner einer Aktiengesellschaft. Ein Rückkaufangebot, das sich vorrangig an Kleinaktionäre richtet, bietet einem Unternehmen die Möglichkeit, durch signifikante zahlenmäßige Verkleinerung seines Aktionärskreises derartige "Shareholder Servicing"-Kosten einzusparen[184].

Konkrete Schätzungen bezüglich des Ausmaßes derartiger "Shareholder Servicing"-Kosten liegen lediglich für die USA vor. Danach kostet jeder Aktionär eine Aktiengesellschaft pro Jahr zwischen zwölf und achtzehn[185] bzw. zwanzig[186] US-Dollar. Da empirischen Erhebungen zufolge im Durchschnitt amerikanischer Aktiengesellschaften 50 Prozent aller Aktionäre

---

183 Vgl. zu den Kosten des Bezugsrechts Kübler; Mendelson; Mundheim (1990), insbes. S.471ff.

184 Dieser Gedanke geht auf *Ellis* zurück. Vgl. Ellis (1965), S.120. Vgl. ferner Young; Marshall (1968), dies. (1971), Coates; Fredman (1976), S.40, Nathan; Sobel (1980), S.1545 sowie Brealey; Myers (1984), S.333.

Bradley und Wakeman sprechen im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien zwecks Einsparung von "Shareholder Servicing"-Kosten von "Small Share Repurchases". Vgl. Bradley; Wakeman (1983), S.303. Diese Terminologie verdeutlicht, daß sich auf diesen Zweck zielende Aktienrückkaufangebote ausschließlich an Aktionäre richten, die jeweils nur wenige Aktien besitzen (i.d.R. weniger als 100 Stück; vgl. Bradley; Wakeman, a.a.O.). Bei anderen Autoren findet sich zur Bezeichnung dieses Sachverhaltes der Begriff "Odd Lot Repurchases". Vgl. z.B. Star (1989) sowie Feinberg (1991). Die vorliegende Dissertation folgt der Terminologie von Star (1989) bzw. Feinberg (1991).

Vgl. zu den Gründen für das Entstehen derartiger "Odd Lot Shareholdings" Star (1989), S.35f.

185 Vgl. Reyher; Smith (1987), S.26.

186 Vgl. Star (1989), S.35.

zusammengenommen nur ca. zwei Prozent aller Aktien eines Unternehmens besitzen, sind die durch den Auskauf von Kleinaktionären realisierbaren absoluten Kosteneinsparungen - zumindest für US-amerikanische Aktiengesellschaften - signifikant[187]. Attraktiv erscheint der Auskauf von Kleinaktionären insbesondere für kleinere Aktiengesellschaften mit breit gestreutem Anteilsbesitz, da in diesen Fällen die "Shareholder Servicing"-Kosten im Verhältnis zum Unternehmensgesamtwert relativ hoch sind[188].

3.2.1.2. Beeinflussung des Ausgangs von Unternehmensübernahmeversuchen

Die Möglichkeit zur Gestaltung des eigenen Aktionärskreises erlaubt einem Unternehmen eine Einflußnahme auf den Ausgang von Unternehmensübernahmeversuchen. Der Erwerb eigener Aktien stellt in diesem Zusammenhang ein Verteidigungsinstrument gegen eine feindliche Unternehmensübernahme dar[189].

Als Übernahmeabwehrinstrument ist der Erwerb eigener Aktien sowohl präventiv, d.h. als Schutz vor einer potentiellen Übernahme, als auch bei Vorliegen eines konkreten Übernahmeangebotes bzw. einer unmittelbaren Übernahmebedrohung einsetzbar. Für einen *präventiven* Erwerb eigener Aktien werden in der Literatur drei - sich zum Teil überschneidende - Beweggründe genannt[190]:

1. Der Erwerb eigener Aktien bewirkt eine Reduktion frei disponibler Finanzmittel sowie eine Erhöhung des Verschuldungsgrades einer Aktiengesellschaft. Hierdurch werden bestehende Anreize zu einer feindlichen Übernahme des Unternehmens beseitigt. Eine Beeinflussung des eigenen Aktionärskreises ist in diesem Zusammenhang in der Absicht einer Aktiengesellschaft zu sehen, einen feindlichen Aufkäufer aus den Reihen ihrer Anteilseigner fernzuhalten:

   - Der mit einem Rückkauf eigener Aktien einhergehende Entzug von im Unternehmen nicht benötigter Liquidität bzw. die Erhöhung des Verschuldungsgrades reduziert die

---

187 Vgl. Star, a.a.O.

188 Vgl. Maupin; Label (1987), S.32.

189 Vgl. Bradley; Rosenzweig (1986), S.1378f.

190 Vgl. Nathan; Sobel (1980), S.1546. Vgl. hier und im folgenden ebenda, S.1546ff.

Attraktivität der Gesellschaft für potentielle Aufkäufer: Eine sog. "bootstrap acquisition"[191], d.h. eine Übernahme, deren Finanzierung hauptsächlich aus der Liquidität der Zielgesellschaft[192] bzw. aus einer Beleihung ihrer Aktiva erfolgt, wird unmöglich. Ein Anreiz für eine Übernahme entfällt; die Übernahmewahrscheinlichkeit sinkt. Ferner wird einem potentiellen Bieter durch einen Erwerb eigener Aktien die Möglichkeit genommen, einen Übernahmegewinn allein resultierend aus einer Kapitalstrukturvariation zu realisieren[193]. Diese Argumentation beruht auf der Annahme, daß eine Ausschüttung von im Unternehmen nicht benötigter Liquidität den Unternehmenswert erhöht[194]: Eine Steigerung des Unternehmenswertes führt zu einer Erhöhung des von einem feindlichen Aufkäufer zu zahlenden Akquisitionspreises und reduziert damit den aus einer Übernahme zu erwartenden Gewinn. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit eines unerwünschten Übernahmeangebotes.

- Eine Substitution von Eigen- durch Fremdkapital führt im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien zu einer Reduktion der ausstehenden Stimmrechte der Aktiengesellschaft. Ein Aktienrückkauf bewirkt demzufolge einer Erhöhung der relativen Stimmrechtsanteile derjenigen Aktionäre, die sich nicht von ihrem Aktienbestand trennen und stärkt deren Position in der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft[195].

Die Auswirkungen eines Erwerbs eigener Aktien auf die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen feindlichen Übernahme sind abhängig von der Anzahl der zurückgekauften eigenen Aktien sowie von der Höhe einer ggf. gezahlten Rückkaufprämie auf den aktuellen Börsenkurs: Die Anzahl zurückgekaufter eigener Aktien beeinflußt das Ausmaß der Verschiebung der relativen Stimmenanteile in der Hauptversammlung der AG; die Gesamtsumme der für Aktienrückkäufe aufgewendeten Mittel bestimmt das Ausmaß der Kapitalstrukturvariation[196].

---

191 Nathan; Sobel (1980), S.1546.

192 Der Begriff "Zielgesellschaft" bezeichnet hier und im folgenden ein Unternehmen, auf das sich ein Übernahmeversuch richtet.

193 Vgl. Nathan; Sobel (1980), S.1546. Dieses Argument ist nicht identisch mit dem vorangehenden: Während eine "`bootstrap' acquisition" auf das Verhältnis zwischen Liquidität bzw. ungenutztem Verschuldungspotential zu Kaufpreis eines Unternehmens abstellt, resultiert eine Kapitalstrukturveränderung aus einer Variation der Fremdkapital-/ Eigenkapitalrelation einer Unternehmung.

194 Vgl. dazu unten: Kapitel 4.1.6.3. dieser Arbeit.

195 Vgl. Harris; Raviv (1988). Vgl. ferner Amihud; Lev; Travlos (1990), S.603ff.

196 Vgl. unten: Kapitel 3.2.3. dieser Arbeit.

2. Der Erwerb eigener Aktien eröffnet die Möglichkeit, Großaktionäre bzw. Aktionärsgruppen, die nach Einschätzung der Unternehmensleitung im Falle eines feindlichen Übernahmeversuchs ihre Aktien dem Aufkäufer andienen werden auszukaufen.

Bedeutende Aktienpakete in den Händen verkaufsbereiter Aktionäre erleichtern es potentiellen Aufkäufern, eine Kapitalbeteiligung an einem Unternehmen als Ausgangspunkt für ein späteres feindliches Übernahmeangebot aufzubauen. Zur Vermeidung einer feindlichen Übernahme liegt es deshalb im Interesse eines potentiell bedrohten Managements, den Aktienbestand in nach seiner Einschätzung verkaufsbereiten Händen zu reduzieren. Dadurch wird einem potentiellen feindlichen Bieter der Zugang zu diesen Aktien versperrt[197].

"Repurchase buys back shares from those shareholders who have the lowest opportunity costs of tendering."[198] Ein Ausscheiden der Aktionäre, die den Wert ihrer Aktien als relativ gering einstufen, verteuert eine Firmenübernahme, da die verbleibenden Aktionäre nur zu einem den Rückkaufkurs übersteigenden Gebotspreis bereit sind, ihre Papiere einem potentiellen feindlichen Aufkäufer anzudienen[199].

Ob und inwieweit der beschriebene Effekt, im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms genau diejenigen Aktionäre auszukaufen, die der Aktie den niedrigsten subjektiven Wert zumessen, auch realisiert wird, hängt von der gewählten Erwerbsmethode ab. Die Überzeichnung eines Tender Offer sowie eine daraus resultierende "pro-rata" Repartierung der Verkaufsangebote führen dazu, daß nicht ausschließlich diejenigen Aktionäre ausgekauft werden, die der Aktie den geringsten subjektiven Wert zumessen. "In a prorated [tender] offer, management does not reap any control benefits in the sense of reducing the probability of hostile takeovers."[200]

---

197 Vgl. Nathan; Sobel (1980), S.1551.

198 Stulz (1988), S.49. Vgl. Bagwell (1991), S.73.

199 Vgl. Comment; Jarrell (1991); S.1248. Vgl. ferner Bagwell (1991), S.74. Die notwendige Bedingung für die Stichhaltigkeit der vorgetragenen Argumentation: Eine positive Steigung der Angebotsfunktion der Aktien eines Unternehmens, kann als theoretisch und empirisch belegt gelten. Vgl. Bagwell (1991), S.75 mit weiteren Literaturverweisen.

200 Kale; Noe, Gay (1989), S.142.

3. Ein Erwerb eigener Aktien kann dazu genutzt werden, den relativen Kapitalanteil befreundeter Investoren zu erhöhen.

Ein Erwerb eigener Aktien erhöht den Stimmrechtsanteil unter Managementkontrolle: "Management controls these voting rights as they can easily sell the respective shares to third parties."[201] Ein Erwerb eigener Aktien und deren Weiterveräußerung an befreundete Investoren kann insoweit zur Bildung stabiler Aktionärsgruppen genutzt werden[202].

Die Übernahmeschutzwirkung eines Erwerbs eigener Aktien wird durch den prozentualen Stimmrechtszugewinn befreundeter Aktionärsgruppen bzw. durch die Anzahl der Stimmrechte, die im Zuge des Aktienrückkaufs in die Kontrolle der Unternehmensleitung übergehen, determiniert: Je signifikanter der Kapitalanteil an einer Unternehmung in Händen der Unternehmensleitung oder einer ihr freundschaftlich gesonnenen Investorengruppe, desto größer ist der Einfluß dieses Aktionärskreises auf den Ausgang eines Übernahmeangebotes[203]. Mit zunehmendem Kapitalanteil einer derartigen Gruppe sinken ceteris paribus die Erfolgsaussichten einer feindlichen Übernahme und mithin die Übernahmewahrscheinlichkeit[204].

Die Bildung stabiler Aktionärsgruppen basiert auf der Annahme, daß diese Anteilseigner selbst im Falle eines öffentlichen Übernahmeangebotes ihre Aktien nicht veräußern, sondern im Gegenteil ihr Stimmrecht im Interesse der bedrohten Unternehmensleitung ausüben. Zur Plazierung von Aktien in den Händen befreundeter Anleger kann sich ein Unternehmen entweder an seine Belegschaft, an sein Management oder an externe Investoren[205] wenden. Diesbezügliche Vereinbarungen mit anderen Aktiengesellschaften können zu wechselseitigen Beteiligungen führen.

---

201 Stulz (1988), S.44. Vgl. ferner Amihud; Lev; Travlos (1990), S.603ff.

202 Dieses Prinzip der Plazierung von Aktien in den Händen befreundeter (Groß-)Anleger ist insbesondere in Frankreich weit verbreitet und hat dort unter dem Begriff einer Bildung von "noyeaux durs" bzw. "noyeaux stables" Eingang in die Literatur gefunden. Vgl. Carreau; Martin (1990).

Vgl. zur Bedeutung industrieller Kapitalverflechtungen in Deutschland Adams (1994). Vgl. dazu unten: Kapitel 5.2.2. dieser Arbeit.

203 Vgl. Nathan; Sobel (1980), S.1556ff.

204 Vgl. Bird; Cammann (1990), S.335. Vgl. ferner Jensen; Warner (1988), S.4.

205 Die Loyalität institutioneller Investoren zu einer von einem öffentlichen Übernahmeangebot bedrohten Aktiengesellschaft wird allerdings von verschiedenen Autoren grundsätzlich angezweifelt. Vgl. z.B. Johnson (1985), Jarrell; Poulsen (1987) und Brickley; Lease; Smith (1988).

Die genannten Beweggründe werden auch zur Rechtfertigung des Erwerbs eigener Aktien als Antwort auf ein *unmittelbar bevorstehendes bzw. laufendes* Übernahmeverfahren herangezogen. Darüberhinaus werden bei Vorliegen eines konkreten Übernahmeangebotes eigene Aktien häufig erworben, um

4. einen Bieter durch Erwerb seines Aktienpakets zu einem für ihn attraktiven Preis zu einem Verzicht auf die geplante Übernahme zu bewegen[206].

   Diese Verteidigungsstrategie setzt ein Szenario voraus, in dessen Rahmen ein Unternehmen von der Existenz eines potentiell übernahmewilligen Großaktionärs erfährt. Um eine feindliche Übernahme zu verhindern, unterbreitet das Unternehmen dem Großaktionär ein für diesen finanziell vorteilhaftes Rückkaufangebot für seine Aktien. I.d.R. werden derartige Transaktionen von Vereinbarungen - sog. "standstill agreements"[207] - begleitet, die den ausscheidenden Großaktionär verpflichten, innerhalb eines bestimmten Zeitraums keine weiteren Aktien des betreffenden Unternehmens zu erwerben.

Ein Erwerb eigener Aktien angesichts einer unmittelbaren Übernahmebedrohung ermöglicht einem sich verteidigenden Management

5. eine Diskriminierung des unerwünschten potentiellen oder tatsächlichen Bieters.

   Zwecks Diskriminierung eines unfreundlichen Bieters unterbreitet eine bedrohte Aktiengesellschaft allen ihren Aktionären - mit Ausnahme des unerwünschten Großaktionärs - ein Angebot zum Rückkauf ihrer Aktien zu einem den aktuellen Börsenkurs

---

206 Vgl. Nathan; Sobel (1980), S.1557. Vgl. ferner Brealey; Myers (1984), S.333 und Copeland; Weston (1988), S.738. Dieser Vorgang ist unter der Bezeichnung "Greenmail" [z.B. Boland (1984); o.V. (1984) und Shleifer; Vishny (1986)] in die englischsprachige Literatur eingegangen: "Greenmail ... permits managers to avert a takeover by repurchasing a potential acquirer's shares, usually at a substantial premium over the market price." Shleifer; Vishny (1986), S.293. Der Begriff "Greenmail" betont deutlich die Tatsache, daß das Unternehmen dem unwillkommenen Großaktionär als Gegenleistung für seinen Verzicht auf eine feindliche Übernahme einen zumeist beträchtlichen Paketzuschlag gewährt. *Klein und Rosenfeld* verwenden als Synonym für den Begriff "Greenmail" auch den Ausdruck "targeted share repurchases". Vgl. Klein; Rosenfeld (1988), S.493. Demgegenüber verstehen *Bradley und Wakeman* und wohl auch *Shleifer und Vishny* unter "targeted share repurchase" allgemeiner ein Aktienrückkaufangebot, das sich nur an einen Teil der Aktionäre der betreffenden Gesellschaft richtet. Vgl. Bradley; Wakeman (1983) und Shleifer; Vishny (1986). "[T]argeted share repurchases ... restrict participation to a particular sub-set of a firm's stockholders." Bradley; Wakeman (1983), S.301. "Targeted share repurchases" können nach dieser Auffassung also im Rahmen sowohl eines "tender offer" als auch eines "privately negotiated purchase" durchgeführt werden. Vgl. dazu Copeland; Weston (1988), S.679. Der vorliegende Text folgt dem Begriffsverständnis von Bradley; Wakeman (1983).

207 Z.B. Nathan; Sobel (1980), S.1564.

deutlich übersteigenden Preis[208]. Ziel der Transaktion ist ein Wohlfahrtstransfer von der Aktiengesellschaft an die in das Rückkaufangebot einbezogenen Aktionäre. Zwar erhöht sich durch den Aktienrückkauf der relative Kapitalanteil des feindlichen Bieters. Die Konditionen des Aktienrückkaufangebotes machen die Gesellschaft jedoch als Übernahmeziel unattraktiv, so daß von einer Akquisition Abstand genommen wird.

3.2.2. Erwerb eigener Aktien zwecks Beeinflussung des eigenen Börsenkurses

Der Erwerb eigener Aktien eröffnet Unternehmen eine Einflußnahmemöglichkeit auf ihren eigenen Börsenkurs. Auf Aktienrückkäufe zurückzuführende Aktienkursbewegungen sind für den US-amerikanischen Kapitalmarkt wohldokumentiert[209]. Die Ergebnisse verschiedener empirischer Untersuchungen zum Einfluß eines Erwerbs eigener Aktien auf den Börsenkurs der den Aktienrückkauf tätigenden Aktiengesellschaft sind im folgenden differenziert nach verschiedenen Erwerbsmethoden[210] kurz skizziert.

Empirische Beiträge zu auf *öffentliche Aktienrückkaufangebote* zurückzuführende Aktienkursreaktionen liefern *Masulis*[211], *Dann*[212], *Howe; He; Kao*[213] sowie *Bradley; Wakeman*[214]:

- *Masulis* findet im Rahmen einer Stichprobe von 199 in der Zeit zwischen 1963 bis einschließlich 1978 durchgeführten öffentlichen Aktienrückkaufangeboten einen auf den

---

208 Vgl. Kamma; Weintrop; Wier (1988).

209 Vgl. z.B. Masulis (1980), Dann (1981), Vermaelen (1981), Bradley; Wakeman (1983), Dann; DeAngelo (1983), Comment; Jarrell (1991) sowie Howe; He; Kao (1992). Vgl. ferner die zusammenfassende Darstellung von Ergebnissen diesbezüglicher empirischer Untersuchungen bei Jensen; Smith (1985), S.115ff.

210 Zu Aktienrückkäufen mittels Zuteilung übertragbarer Verkaufsrechte, TPRs liegen keine empirischen Untersuchungen vor.

211 Vgl. Masulis (1980).

212 Vgl. Dann (1981).

213 Vgl. Howe; He; Kao (1992).

214 Vgl. Bradley; Wakeman (1983).

Aktienrückkauf zurückzuführenden durchschnittlichen Kursanstieg der Aktien der untersuchten Unternehmen von 17 Prozent[215].

- *Dann* untersucht 143 in den Jahren 1962 bis einschließlich 1976 durchgeführte öffentliche Aktienrückkaufangebote. Die Untersuchung belegt einen durchschnittlichen Aktienkursanstieg der Unternehmen der Stichprobe von 15,4 Prozent[216].

- *Howe, He und Kao* ermitteln für 55 öffentliche Aktienrückkaufangebote zwischen 1979 und 1989 eine auf die Ankündigung eines geplanten Erwerbs eigener Aktien zurückzuführende Kurssteigerung von durchschnittlich 7,5 Prozent[217].

- *Bradley und Wakeman* untersuchen 15 Aktienrückkaufangebote in der Zeit von 1975 bis 1979, die sich ausschließlich an Kleinaktionäre richten und explizit darauf abzielen, durch Verkleinerung des Aktionärskreises der jeweiligen Unternehmung "Shareholder Servicing"-Kosten einzusparen ("Odd Lot" Rückkäufe)[218]. Die Stichprobe dokumentiert einen durchschnittlichen Aktienkursanstieg von ca. 2 Prozent[219].

Für eine Stichprobe von 131 *börsenmäßigen Aktienrückkäufen und öffentlichen Aktienrückkaufangeboten*, die von US-amerikanischen Aktiengesellschaften im Zeitraum zwischen 1962 und 1977 durchgeführt wurden, identifiziert *Vermaelen*[220] einen auf die Ankündigung eines geplanten Erwerbs eigener Aktien zurückzuführenden durchschnittlichen Kursanstieg von 13,2 Prozent. Die ausschließlich *börsenmäßige Aktienrückkäufe* umfassende Teilstichprobe verzeichnet einen durchschnittlichen Kursanstieg von 5,7 Prozent.

Im Rahmen einer nach verschiedenen Aktienrückkaufmethoden differenzierenden Untersuchung ermitteln *Comment und Jarrell*[221] den jeweiligen Einfluß sowohl von *börsenmäßigen Aktienrückkäufen, von konventionellen öffentlichen Rückkaufangeboten als auch von holländischen*

215 Vgl. Masulis (1980), S.307ff.

216 Vgl. Dann (1981), S.118ff.

217 Vgl. Howe; He; Kao (1992).

218 Vgl. oben: Kapitel 3.2.1.1.

219 Vgl. Bradley; Wakeman (1983), S.324f.

220 Vgl. Vermaelen (1981), S.158.

221 Vgl. Comment; Jarrell (1991), insbes. S..1256 und S.1262.

Auktionsverfahren auf die Kursentwicklung einer Aktie. Im Rahmen einer Gesamterhebung erfassen sie 1.197 zwischen 1985 bis 1988 getätigte börsenmäßige Aktienrückkaufprogramme sowie 166 zwischen 1984 und 1989 durchgeführte öffentliche Aktienrückkaufangebote und holländische Auktionsverfahren. Die Untersuchung ergibt durchgängig positive Aktienkursreaktionen, die jedoch in Abhängigkeit von der Erwerbsmethode, dem Rückkaufvolumen sowie (bei öffentlichen Aktienrückkaufangeboten und holländischen Auktionsverfahren) dem mit steigendem Rückkaufpreis für Insider wachsenden Wohlfahrtsrisiko[222] in ihrer Ausprägung divergieren:

- Die Ankündigung eines *Erwerbs eigener Aktien über die Börse* führt danach zu einer Aktienkurssteigerung von durchschnittlich 2,3 Prozent. Bei börsenmäßigen Aktienrückkäufen, die sich auf über 20 Prozent der ausstehenden Aktien eines Unternehmens erstrecken, lassen sich allerdings Kurssteigerungen von bis zu 6 Prozent ermitteln.

- Für *öffentliche Aktienrückkaufangebote* und *holländische Auktionsverfahren* ergeben sich entsprechende Kursreaktionen von +11,9 Prozent bzw. +7,7 Prozent. Sofern Insider eine Kapitalbeteiligung an dem den Rückkauf tätigenden Unternehmen halten, und sie sich im Rahmen der Rückkauftransaktion gleichzeitig zu einem Verzicht auf eine Veräußerung ihrer Aktien verpflichten, ergibt sich eine Kurssteigerung von durchschnittlich 12,7 Prozent. In allen übrigen Fällen steigt der Aktienkurs des eigene Aktien erwerbenden Unternehmens lediglich um durchschnittlich 4,9 Prozent.

Während Aktienrückkäufe an der Börse, konventionelle öffentliche Aktienrückkaufangebote sowie Holländische Auktionsverfahren zu dauerhaften, signifikanten Aktienkurssteigerungen führen, gehen *Paketrückkäufe eigener Aktien* mit sinkenden Aktienkursen der den Rückkauf tätigenden Unternehmung einher: Die *Securities and Exchange Commission*[223] ermittelt für 89 im Zeitraum von 1979 bis 1983 realisierte Aktienrückkäufe von Großaktionären einen durchschnittlichen Aktienkursrückgang in Höhe von -5,2 Prozent[224]. Zu einem vergleichbaren

---

222 "We treat officers and directors [d.h. Insider] as being *at risk* if two conditions hold. First, their collective proportionate ownership interest in their company's stock must increase as a result of the offer (nonparticipation condition). Second, the minimum price that the company can pay in the offer is more than 2% above the closing market price 4 days before the offer is announced (premium-offer condition)." Comment; Jarrell (1991), S.1249f. Parenthesen im Original. Unter diesen Voraussetzungen ergibt sich ein persönliches Wohlfahrtsrisiko für Insider daraus, daß sie im Falle eines den inneren Wert je Aktie übersteigenden Rückkaufpreises Vermögenseinbußen hinzunehmen hätten. Vgl. dazu ausführlich unten: Kapitel 4.2.5. dieser Arbeit.

223 Vgl. o.V. (1984).

224 Vgl. ebenda, S.9.

Ergebnis gelangen *Bradley und Wakeman*[225] für eine Stichprobe von 86 zwischen 1974 und 1980 durchgeführten Paketrückkäufen.

Tabelle 7 stellt Ergebnisse empirischer Untersuchungen der Aktienkursreaktionen infolge verschiedener Aktienrückkaufmethoden zusammenfassend dar[226].

Rückkaufmethode	durchschnittlicher Stichproben-umfang (Anzahl einbezogener Unternehmen)	angebotene Rückkauf-prämie	Rückkaufvolumen in v.H. der insgesamt emittierten Aktien	zu erwartende Aktienkurs-reaktion[227]	tatsächliche Aktienkurs-reaktion
Rückkauf über die Börse	182	0%	4%	0%	4%
Öffentliches Aktienrückkauf-angebot	148	23%	15%	- 4%	15%
Rückkaufangebot nur an Kleinaktionäre	15	13%	unter 1%	geringfügig negativ	2%
Paketerwerb von einem Großaktionär	68	10%	11%	- 2%	- 5%

Tabelle 7: Zusammenfassende Übersicht über Ergebnisse verschiedener empirischer Untersuchungen von Aktienrückkauftransaktionen [Quelle: Jensen; Smith (1985), S.116]

3.2.3. Erwerb eigener Aktien zwecks Gestaltung der Kapitalstruktur

Die Kapitalstruktur beschreibt den jeweiligen relativen Anteil von Eigen- und Fremdkapital an der Summe der Passiva eines Unternehmens. Der Erwerb eigener Aktien führt zu einer Reduktion des haftenden Eigenkapitals einer Aktiengesellschaft[228], greift mithin in die

225 Vgl. Bradley; Wakeman (1983), S.303ff.

226 Vgl. Jensen; Smith (1985), S.115ff.

227 Berechnet unter der Annahme eines konstanten Unternehmenswertes als: [(-1) * angebotene Rückkaufprämie * Rückkaufvolumen in v.H. der emittierten Aktien] / [1 - Rückkaufvolumen in v.H. der emittierten Aktien]. Vgl. Jensen; Smith (1985), S.116.

228 Vgl. Küting; Weber (1990), S.1331, Rn. 36.

Kapitalstruktur einer Aktiengesellschaft ein. Ein kreditfinanzierter Aktienrückkauf beeinflußt ceteris paribus das Verhältnis zwischen Fremdkapital (FK) und haftendem Eigenkapital (EK)[229] in stärkerem Maße als ein Erwerb aus vorhandenen liquiden Mitteln einer Aktiengesellschaft (vgl. Abbildung 1).

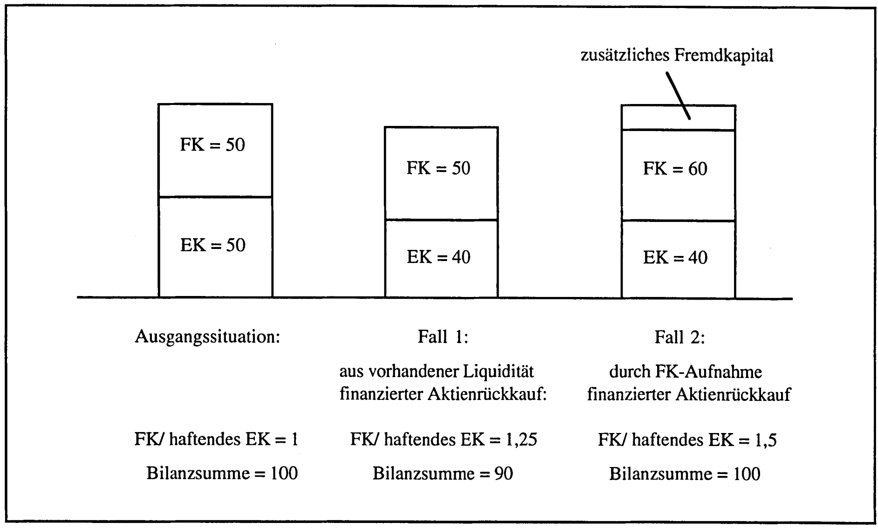


Abbildung 1: Verhältnis zwischen Fremdkapital und haftendem Eigenkapital bei eigen- bzw. fremdfinanziertem Erwerb eigener Aktien im Gegenwert von 10 Geldeinheiten [Quelle: Eigenerstellung]

Durch seinen Einfluß auf den Verschuldungsgrad erhöht ein Erwerb eigener Aktien das aus der Kapitalstruktur resultierende finanzielle Risiko für Eigenkapitalgeber eines Unternehmens[230]. Dieses finanzielle Eigenkapitalrisiko kommt in einer aus einer Fremdkapitalvariation resultierenden "Veränderung der Dichtefunktion der Rendite auf das Eigenkapital r_e bei unveränderter Verteilung der Renditen auf das Gesamtkapital r_i zum Ausdruck"[231]. Formal gilt folgender Zusammenhang:

---

229 Die erworbenen eigenen Aktien werden aufgrund ihrer Wertlosigkeit im Konkursfall in diesem Zusammenhang nicht zum haftenden Eigenkapital gerechnet.

230 Die Auswirkungen einer Eigenkapitalvariation auf das finanzielle bzw. "leverage"-Risiko eines Unternemens sind wohldokumentiert und haben Eingang in finanzierungswissenschaftliche Lehrbücher gefunden. Vgl. insbes. Gutenberg (1980), S.184ff. Vgl. ferner z.B. Süchting (1989), S.367ff. sowie Franke; Hax (1990), S.429f.

231 Gutenberg (1980), S.187. Vgl. hier und im folgenden Gutenberg, a.a.O., S.184ff.

$$r_e = r_i + F/E\,(r_i - k) \qquad \text{(Gleichung 1)},$$

wobei F und E das Fremd- bzw. Eigenkapital eines Unternehmens, jeweils in Absolutbeträgen, und k den auf das Fremdkapital zu entrichtenden Zinssatz bezeichnen. Die mit einem Erwerb eigener Aktien verbundene Erhöhung des Fremdkapitalanteils an der Bilanzsumme - bzw. des Ausdrucks F/E in Gleichung 1 - führt zu verstärkten Ergebnisschwankungen der betreffenden Aktiengesellschaft[232]. Ein Erwerb eigener Aktien gestattet eine Erhöhung des finanziellen Eigenkapitalrisikos bei Konstanz der Sach-Investitionspläne[233] eines Unternehmens[234]. Ferner führt eine Kapitalstrukturvariation zu einer Umverteilung der von einem Unternehmen generierten Zahlungsströme zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern[235]: Die mit einem Erwerb eigener Aktien einhergehende Reduktion der Anzahl ausstehender Aktien beeinflußt den Unternehmensgewinn je Aktie[236].

Im Zusammenhang mit einer Fusion, einem Erwerb eines anderen Unternehmens, der Ausgabe von Belegschaftsaktien, der Befriedigung von Bezugsrechten aus Wandel- und Optionsanleihen bzw. aus leitenden Mitarbeitern eingeräumten Aktienoptionen sowie im Rahmen der Aufnahme

---

232 Eine ausführliche Untersuchung des Einflusses zunehmender Verschuldung auf die Eigenkapitalrendite eines Unternehmens findet sich bei Gutenberg, a.a.O., S.189ff.

233 Zu verstehen als Gegenpart zu Finanz-Investitionen, wie z.B. dem Erwerb eigener Aktien.

234 Einen besonders anschaulichen fiktiven Dialog zum unterschiedlichen Einfluß von Leverage auf Eigenkapitalrisiko bzw. finanzielles Gesamtrisiko eines Unternehmens konstruiert *Miller*:

"Imagine that you, as a venerable academic professor of finance are in a dialogue with an equally grizzled corporate treasurer who believes, as most of them probably do, that leveraging *does* increase total risk. "You will surely concede, Professor, " he is likely to begin, "that leveraging up the corporate capital structure will make the remaining equity riskier. Right ?" "Right," you say. ...

That conceded, the corporate treasurer goes on to ask rhetorically: "And, Professor, any debt added to the capital structure must, necessarily, be riskier debt, carrying a lower rating and bearing a higher interest rate than on any debt outstanding before the higher leveraging. Right ?" "Right," you again agree, and for exactly the same reason as before. The further a claimant stands from the head of the line at payoff time, the riskier the claim.

Now the treasurer moves in for the kill: "Leverage raises the risk of the equity and also raises the risk of debt. It must, therefore, raise total risk. Right ?" "Wrong," you say, preparing to play the M & M card. The M & M propositions are the finance equivalents of conservation laws. What gets conserved in this case is the risk of the earning stream generated by the firm´s operating assets. Leveraging or deleveraging the firm´s capital structure serves merely to partition that risk among the firm´s security holders." Miller (1991), S.482f. Kursivdruck, Parenthesen und Absätze im Original.

235 Vgl. Miller, a.a.O.

236 Vgl. Guthart (1967), S.106.

einer Börsennotiz an einem ausländischen Finanzplatz kann eine Unternehmung eigene Aktien zur Erfüllung vertraglicher Verpflichtungen benötigen. Eine Erfüllung derartiger Verpflichtungen durch vorab erworbene eigene Aktien vermeidet eine Variation des Aktienkapitals einer Unternehmung.

Eine Kapitalstrukturvariation durch Erwerb bzw. Wiederveräußerung eigener Aktien ist weiterhin geeignet, die Eigentümerstruktur einer Aktiengesellschaft im Hinblick auf Hauptversammlungsmehrheiten zu beeinflussen. Auf diesen Punkt wurde bereits im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien zwecks Beeinflussung des Ausgangs von Unternehmensübernahmeversuchen ausführlich eingegangen[237].

Rückkauf über die Börse	Öffentliches Aktienrückkaufangebot	Rückkaufangebot nur an Kleinaktionäre	Paketerwerb von einem Großaktionär
4%	18,5%	1,1%	12,1%

Tabelle 8: Empirisch ermittelte Rückkaufvolumina im Rahmen verschiedener Aktienrückkaufmethoden in v.H. des Marktwertes des den Aktienrückkauf tätigenden Unternehmens[238] [Quelle: Eigenerstellung]

Die Kapitalstruktureffekte verschiedener Aktienrückkaufmethoden errechnen sich aus dem Produkt aus Anzahl zurückgekaufter Aktien und gezahltem Rückkaufpreis je Aktie[239]. Entsprechend ergeben sich die *relativen* Kapitalstruktureffekte verschiedener Aktienrückkaufmethoden aus der jeweils gezahlten Rückkaufprämie auf den aktuellen Börsenkurs. Den bedeutendsten Einfluß auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens üben aufgrund der Höhe der gezahlten Rückkaufprämie und des Rückkaufvolumens öffentliche Aktienrückkaufangebote aus[240]. Ein ebenfalls vergleichsweise hoher Kapitalstruktureffekt ist für den Erwerb von Aktienpaketen von Großaktionären dokumentiert. Deutlich geringere Auswirkungen auf die Kapitalstruktur einer Aktiengesellschaft haben Aktienrückkaufangebote an Kleinaktionäre sowie börsenmäßige Rückkauftransaktionen. Im Rahmen von Aktienrückkaufangeboten an

---

237 Vgl. oben: Kapitel 3.2.1.2.

238 Errechnet auf der Grundlage der Ergebnisse aus Tabelle 7 aus: Ausschüttungssumme bzw. Rückkaufvolumen in v.H. des Marktwertes des den Rückkauf tätigenden Unternehmens = (angebotene Rückkaufprämie in v.H. + 100%) * Rückkaufvolumen in v.H. der emittierten Aktien.

239 Vgl. hier und im folgenden oben: Tabelle 7.

240 Vgl. hier und im folgenden Tabelle 8.

Kleinaktionäre erhalten diese zwar i.d.R eine relativ bedeutende Prämie auf den aktuellen Börsenkurs ihrer Aktien, die Auswirkungen dieser Prämie auf die Kapitalstruktur werden jedoch durch ein nur geringes Rückkaufvolumen relativiert. Die vergleichsweise geringen Kapitalstruktureffekte von Aktienrückkäufen über die Börse beruhen demgegenüber auf dem Fehlen einer Rückkaufprämie auf den aktuellen Börsenkurs.

Als Zusammenfassung der sich im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten stellt Tabelle 9 den relativen Einfluß verschiedener Aktienrückkaufmethoden auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises, den Börsenkurs und die Kapitalstruktur einer Aktiengesellschaft dar. Der Tabelle liegen sowohl die im vorliegenden Abschnitt dargestellten theoretischen Zusammenhänge als auch die Ergebnisse der oben zitierten empirischen Untersuchungen zugrunde.

3.3. Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten des Erwerbs eigener Aktien

Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten treten im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien sowohl im Rahmen von Management-Aktionär-Beziehungen als auch von Eigenkapitalgeber-Fremdkapitalgeber-Relationen auf. Im Rahmen von Aktionär-Management-Beziehungen ergeben sich Mißbrauchmöglichkeiten in Gestalt (1) einer Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des "Market for Corporate Control"[241], (2) einer Ungleichbehandlung von Aktionären sowie (3) einem Mißbrauch von Insiderwissen. Risiken für Gläubiger (4) resultieren aus Kapitalstruktureffekten von Aktienrückkäufen: Der mit einem Erwerb eigener Aktien einhergehende Entzug von Haftungsmasse aus dem Unternehmen verschlechtert die Position von Kreditgebern, sofern diese nicht in der Lage sind, sich entweder durch kreditvertragliche Vereinbarungen vor Schädigung zu schützen oder die Reduktion der Haftungsmasse der Unternehmung durch Aktienrückkäufe bei ihrer Kreditvergabeentscheidung zu antizipieren.

---

241 Übersetzungsvorschlag: "Markt für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen." Vgl. Fama; Jensen (1983), S.302.

"The market for corporate control is the market for the right to control the management of corporate resources." Jarrell; Brickley; Netter (1988), S.51. Der Begriff "Market for Corporate Control [serves] to describe the growth in unsolicited and, from management's perspective, unfriendly attempts to take over established companies". Bergsma (1988), S.24.

Die Theorie des "Market for Corporate Control" geht auf *Manne* zurück. Vgl. Manne (1965).

Erwerbsmethode	**Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises**		**Einfluß auf den Börsenkurs je Aktie**	**Einfluß auf die Kapitalstruktur**
	Höhe von "Shareholder Servicing" -Kosten	Ausgang von Übernahmeangeboten		
Börsenmäßige Aktienrückkäufe	0	--	0	0
Öffentliches Aktienrückkaufangebot:				
• Konventionelles Aktienrückkaufangebot	Rückkauf *pro rata*: -- Rückkauf *first-come-first-serve*: 0 Rückkauf von *odd lots*: ++	Rückkauf *pro rata*: + Rückkauf *first-come-first-serve*: + Rückkauf von *odd lots*: --	Rückkauf *pro rata*: ++ Rückkauf *first-come-first-serve*: ++ Rückkauf von *odd lots*: --	Rückkauf *pro rata*: ++ Rückkauf *first-come-first-serve*: ++ Rückkauf von *odd lots*: --
• Zuteilung von TPRs	-	++	(k.A.)	+
• Holländisches Auktionsverfahren	0	+	+	+
Paketerwerb von einem Großaktionär	--	++	0	+

Tabelle 9: Relativer Einfluß verschiedener Aktienrückkaufmethoden auf Zusammensetzung des Aktionärskreises, Börsenkurs und Kapitalstruktur einer Aktiengesellschaft
[Quelle: Eigenerstellung]

Legende:
++ = sehr starker Einfluß auf Zusammensetzung des Aktionärskreises, Börsenkurs bzw. Kapitalstruktur einer Aktiengesellschaft
\+ = starker Einfluß
0 = durchschnittlicher Einfluß
\- = geringer Einfluß
-- = sehr geringer bzw. keinerlei Einfluß

ad (1): Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des "Market for Corporate Control"

Die Möglichkeit zur Beeinflussung des Ausgangs von Unternehmensübernahmeversuchen durch den Erwerb eigener Aktien stärkt die Stellung des Managements in der Aktionärsversammlung einer Aktiengesellschaft: Die Übernahme der Kontrolle über die Unternehmensressourcen durch Erwerb der Kapitalmehrheit an dem betreffenden Unternehmen wird behindert. Die Unternehmensleitung entzieht sich insofern der Kontrolle durch den Kapitalmarkt.

ad (2): Ungleichbehandlung von Aktionären

Aktienrückkäufe, die zu Veränderungen der relativen Kapitalanteile von Aktionären führen, bringen eine Ungleichbehandlung von Anteilseignern mit sich[242], sofern nur ein Teil der Aktionäre die Möglichkeit erhält, im Rahmen der Rückkauftransaktion seine Aktien an die Emittentin zu veräußern. Falls der von der Gesellschaft gezahlte Erwerbspreis vom tatsächlichen, inneren Wert je Aktie abweicht, kommt es bei einer Ungleichbehandlung von Aktionären zu Vermögensumverteilungseffekten zwischen ihre Aktien veräußernden und nichtveräußernden Anteilseignern: Übersteigt der - dem Kapitalmarkt infolge annahmegemäß vorliegender asymmetrischer Informationsverteilung nicht bekannte - abgezinste Kapitalwert des Unternehmens bzw. seiner Cash-flow Ströme bezogen auf eine Aktie den für den Erwerb eigener Aktien gebotenen bzw. gezahlten Stückpreis, profitieren die verbleibenden von den ausscheidenden Aktionären. Eine positive Differenz zwischen innerem Wert und Rückkaufpreis wächst den verbleibenden Aktionären im Verhältnis ihrer relativen Kapitalanteile zu. Umgekehrt schädigt ein den tatsächlichen Wert der Aktie übersteigender Rückkaufpreis die Vermögenssubstanz der verbleibenden Anteilseigner[243;244].

242 Vgl. zur Verletzung des Grundsatzes der Gleichbehandlung von Aktionären im Rahmen von Aktienrückkäufen Lutter (1988), in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Rn. 15.

243 Vgl. Vermaelen (1981), S.172, Comment; Jarrell (1991), S.1249 sowie Süchting (1989), S.332. Vgl. ferner Hirte (1994), S.358f. mit einem Verweis auf die diesbezügliche Haltung des deutschen BGH sowie der in Deutschland herrschenden juristischen Lehrmeinung.

Anderer Auffassung ist offenbar der deutsche Bundesgesetzgeber, für den die Gefahr einer Vermögensumverteilung dann nicht besteht, wenn Transaktionen in eigenen Aktien zu deren jeweils aktuellen Börsenkurs durchgeführt werden. Vgl. o.V. (1994), S.253. Vgl. ferner Kübler (1989), S.51.

244 Ein entsprechendes Problem stellt sich auch bei der Wiederveräußerung erworbener eigener Aktien: Falls die Aktien nicht durch Gewährung eines Bezugsrechts an alle Aktionäre im Verhältnis ihrer relativen Kapitalanteile veräußert werden, kommt es zu Wohlfahrtsumverteilungseffekten, sofern der Verkaufspreis der Aktien von ihrem inneren Wert abweicht.

Unabhängig von möglichen Ungleichbehandlungen stellt sich bei jedem Erwerb eigener Aktien das Problem eines u.U. unterschiedlichen Informationsstandes verschiedener in die Rückkauftransaktion einbezogener Aktionäre bzw. Aktionärsgruppen hinsichtlich der Beurteilung der Aktienrückkaufkonditionen. Eine Ausschaltung dieses Problems ergibt sich, sofern es Aktionären möglich ist zu erkennen, welchen Teil ihrer Aktien sie zwecks Beibehaltung ihrer relativen Beteiligung am Grundkapital der Unternehmung veräußern müssen.

ad (3): Mißbrauch von Insiderwissen

Sofern die Börsenbewertung eines Unternehmens von seinem inneren Wert abweicht, besteht die Gefahr des Mißbrauchs von Insiderwissen: Über den inneren Wert eines Unternehmens informierten Kapitalmarktteilnehmern ist es möglich, von Fehlbewertungen der Aktie am Kapitalmarkt zulasten weniger umfassend informierter Marktteilnehmer zu profitieren[245].

Die sich durch Aktienrückkäufe ergebenden Einflußnahmemöglichkeiten auf den Börsenkurs einer Aktiengesellschaft erlauben Insidern, derartige Bewertungsfehler des Kapitalmarktes aktiv herbeizuführen[246].

ad (4): Schädigung von Gläubigern

Kreditverträge bergen für Eigenkapitalgeber Anreize zu gläubigerschädigendem Investitionsverhalten:

"Debts are promises by the debtor to pay specific amounts on specific dates. If the promise is not kept, the creditor can sue."[247] Eine von der Rendite des Investitionsobjektes unabhängige Verzinsung von Fremdkapital[248] macht es bei beschränkter Haftung der Eigenkapitalgeber für diese interessant, in besonders risikoreiche Projekte zu investieren, d.h. vorhandene Aktiva

---

245 Vgl. Bierman; West (1966), S.690. Vgl. ferner Lee; Mikkelson; Partch (1992). Vgl. dazu in der deutschen Literatur Kübler (1989), S.47.

246 Vgl. dazu ausführlich unten: Kapitel 4.2.5. dieser Arbeit.

247 Miller (1988), S.109. Kursiv im Original.

248 "[B]onds yield a fixed sum in every state of nature except when the firm goes bankrupt, in which case the proceeds of the firm are divided among the bondholders." Stiglitz (1974), S.853.

durch risikoreichere Vermögensgegenstände zu substituieren ("asset substitution effect"[249]). "Moral hazard arises because the investment decision is made subsequent to financing."[250] Gelingt das Investitionsvorhaben, streichen die Eigenkapitalgeber den Großteil des Gewinns aus ihrer "going-for-broke"[251]-Strategie ein[252]. Bei Mißerfolg tragen hauptsächlich die Kreditgeber den Schaden: "The firm pays its debts not just because the law says it must, but because the value of the stock to its shareholders is greater if the firm pays its debts than if it doesn't. Otherwise the shareholders can default on the payment, invoke limited liability and turn the keys over to bondholders."[253] Mit einer Erhöhung des Verschuldungsgrades einhergehende zunehmende Schwankungen der Eigenkapitalrendite erhöhen das Konkursrisiko eines Unternehmens und damit für dessen Gläubiger das Kreditausfallrisiko[254]. Ferner reduziert eine Verringerung der Eigenkapitalquote die den Gläubigern der Aktiengesellschaft zur Befriedigung ihrer Forderungen zur Verfügung stehende Haftungsmasse: Haftendes Eigenkapital wird durch im Konkursfall wertlose eigene Aktien ersetzt[255]. Sofern das Erreichen einer bestimmten Eigenkapitalquote durch eine Aktiengesellschaft Einfluß auf die Kreditvergabeentscheidung ihrer Gläubiger hatte, bedeutet ihr Entzug aus dem Unternehmen eine einseitige "ex-post" Veränderung der Verhandlungsgrundlage. Ein Erwerb eigener Aktien führt demnach nicht nur zu einer Erhöhung der Konkurs*wahrscheinlichkeit* eines Unternehmens, sondern darüberhinaus auch zu einer im Konkursfall schlechteren Position seiner Gläubiger, sofern diese nicht in der Lage sind, sich durch entsprechende kreditvertragliche Vereinbarungen vor einem derartigen Vermögenstransfer zugunsten der Aktionäre[256] zu schützen[257].

---

249 Harris; Raviv (1991), S.301. Vgl. Smith; Warner (1979). Vgl. ferner Nippel (1992), S.990f.

250 Darrough; Staughton (1986), S.501.

251 Übersetzungsvorschlag: "Alles-oder-Nichts Strategie". Vgl. Harris; Raviv (1991), S.301.

252 "The return to a common stock ... is variable - except when the firm goes bankrupt, in which case it is zero." Stiglitz (1974), S.853.

253 Miller (1988), S.109.

254 Vgl. Gutenberg (1980), S.187ff.

255 Vgl. Küting; Weber (1990), S.1185, Rn. 86.

256 Vgl. Vermaelen (1981), S.141.

257 Vgl. Copeland; Weston (1988), S.597. Vgl. zu den diesbezüglichen Schutzmöglichkeiten für Kreditgeber in der Bundesrepublik z.B. Albach (1989) und Jacob (1991).

Aufgrund der dargestellten Zusammenhänge ist die Position der Eigenkapitalgeber - bzw. genauer: Der Inhaber stimmberechtigter Eigenkapitalanteile[258] - eines beschränkt haftenden Unternehmens vergleichbar mit derjenigen der Inhaber einer Call-Option[259]: Basispreis der Option ist der Gegenwartswert des im Unternehmen arbeitenden Fremdkapitals, Kaufpreis der Option ist das Eigenkapital des Unternehmens. Durch Reduktion der Haftungsmasse "verbilligen" die Eigenkapitalgeber den Kaufpreis für ihre Option, ändern "ex-post" die Optionsbedingungen.

Grundsätzlich ist jedoch davon auszugehen, daß (potentielle) Kreditgeber für kreditsuchende Unternehmen bestehende Anreize, durch Aktienrückkäufe die Wohlfahrtsposition der Eigenkapitalgeber zulasten der Fremdkapitalgeber zu verbessern, antizipieren[260].

3.4. Zusammenfassung

Zum Erwerb ihrer eigenen Aktien stehen einer Aktiengesellschaft drei verschiedene grundsätzliche Methoden offen: Transaktionen an der Börse, öffentliche Aktienrückkaufangebote an Aktionäre und Vereinbarungen mit einzelnen Aktionären bzw. Aktionärsgruppen. Varianten eines öffentlichen Aktienrückkaufangebotes stellen Aktienrückkäufe durch Zuteilung übertragbarer Verkaufsrechte bzw. im Rahmen einer Holländischen Auktion dar.

---

258 Vgl. Miller (1988), S.109.

259 Diese Erkenntnis geht zurück auf *Black und Scholes*. Vgl. Black; Scholes (1973). Vgl. ferner Miller (1991), S.484.

260 Vgl. Gutenberg (1980), S.197. Vgl. ebenda, S.204. Vgl. Masulis (1980), S.144. Vgl. Schmidt (1981), S.141. Vgl. Auerbach (1985), S.304. Vgl. Hartmann-Wendels (1986), S.4. Vgl. ebenda, S.30. Vgl. Hax; Hartmann-Wendels; v. Hinten (1989), S.708f.

Schmidt spricht in diesem Zusammenhang von einem "Mißtrauens-Zuschlag", den Kreditgeber aufgrund ihres Risikos, von Kreditnehmern geschädigt zu werden, berechnen. Vgl. Schmidt (1981), S.146.

Crabbe weist im Zusammenhang mit dem für Gläubiger bestehenden Risiko einer Kapitalstrukturvariation nach Kreditvergabe ("event risk") darauf hin, daß die Dynamik des Kapitalmarktes zur Herausbildung geeigneter Schutzmechanismen führt: "The corporate bond market responded to investors´ concern about event risk by introducing covenants that protected bondholders against losses related to leveraged restructurings. These covenants allow bondholders to sell their bonds back to the issuing firm at par, or in some cases to receive a higher coupon on their bonds, in the event of a leveraged restructuring." Crabbe (1991), S.705. In ähnlicher Weise äußert sich auch *Miller*: "[C]apital markets have built-in controls againts overleveraging." Miller (1991), S.481.

Einen Erwerb eigener Aktien kann eine Unternehmung zur Verfolgung verschiedener finanzierungspolitischer Ziele nutzen: Im Rahmen einer Beeinflussung des eigenen Aktionärskreises erlaubt ein Erwerb eigener Aktien sowohl eine Reduktion von "Shareholder Servicing"-Kosten als auch eine Einflußnahme auf den Ausgang von Unternehmensübernahmeversuchen. Daneben ermöglicht ein Erwerb eigener Aktien einer Unternehmung eine Einflußnahme auf den eigenen Börsenkurs sowie auf ihre Kapitalstruktur.

Zur Erreichung unterschiedlicher Finanzierungsziele erweisen sich verschiedene Aktienrückkaufmethoden als in unterschiedlichem Maße geeignet: Zu einer signifikanten *Reduktion von "Shareholder Servicing"-Kosten* führt ein sich ausschließlich an Kleinaktionäre richtendes öffentliches Aktienrückkaufangebot. *Einfluß auf den Ausgang von Unternehmensübernahmeversuchen* üben insbesondere der Rückkauf eines Aktienpakets von einem Großaktionär sowie öffentliche Aktienrückkaufangebote aus, sofern diese nicht ausschließlich auf eine Reduktion von "Shareholder Servicing"-Kosten gerichtet sind. *Einfluß auf den Börsenkurs je Aktie sowie auf die Kapitalstruktur* einer ihre eigenen Aktien zurückkaufenden Unternehmung üben den US-amerikanischen Kapitalmarkt betreffenden empirischen Untersuchungen zufolge insbesondere öffentliche Aktienrückkaufangebote aus, wiederum unter der Einschränkung, daß sie sich nicht ausschließlich an Kleinaktionäre richten. Vergleichsweise deutliche *Kapitalstruktureffekte* resultieren ferner aus einem Aktienrückkauf im Rahmen eines Paketerwerbs von einem Großaktionär.

Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten können sich im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien aus einer Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen, einer Ungleichbehandlung von Aktionären, einem Mißbrauch von Insiderwissen sowie einer Schädigung von Gläubigern ergeben.

Die Ausführungen des vorangehenden Abschnitts lassen im Rahmen einer ökonomischen Analyse des Erwerbs eigener Aktien eine Differenzierung nach verschiedenen finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten und/ oder Aktienrückkaufmethoden sinnvoll erscheinen. Dieser Erkenntnis wird im folgenden Kapitel 4 Rechnung getragen: Vor dem Hintergrund der ökonomischen Theorie der Unternehmensverfassung wird im Rahmen der Analyse des Erwerbs eigener Aktien nach verschiedenen sich im Rahmen von Aktienrückkäufen für Unternehmen eröffnenden *finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten* differenziert. Die Untersuchung des Einflusses von Aktienrückkäufen auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten erfolgt demgegenüber auf der Grundlage *unterschiedlicher Erwerbsmethoden.*

4. Theoretische Analyse des Erwerbs eigener Aktien vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes

4.1. Finanzierungspolitische Gestaltungsmöglichkeiten durch Aktienrückkäufe vor dem Hintergrund der ökonomischen Theorie der Unternehmensverfassung

"[D]ie Unternehmensverfassung gehört zum Ressort der Betriebswirte und der Juristen, Abteilung Gesellschaftsrecht."[261] Die *Jurisprudenz* befaßt sich in erster Linie mit der Ausgestaltung von Rechtsnormen insbesondere des Handels-, Gesellschafts-[262] und Mitbestimmungsrechts[263] und deren Einfluß auf die Unternehmensverfassung. Demgegenüber beruht das Interesse der *Betriebswirtschaftslehre* an Fragen der Unternehmensverfassung u.a. auf der Abhängigkeit der Zielsetzungen und Ausformungen der Unternehmenspolitik "von den Willensimpulsen der in die Verfassung eingebundenen Träger"[264] des Unternehmens[265].

Die folgenden Ausführungen behandeln die Thematik der Unternehmensverfassung aus *betriebswirtschaftlicher* Sicht. Zunächst werden auf der Grundlage verschiedener in der Literatur verwendeter Definitionen von "Unternehmensverfassung" grundlegende, charakteristische Kennzeichen der Unternehmensverfassung herausgearbeitet. Angesichts der Vielzahl in der Literatur angeführter Definitionen des Unternehmensverfassungbegriffs verzichtet die vorliegende Arbeit in diesem Zusammenhang darauf, eine weitere, eigene Definition von Unternehmensverfassung festzulegen. Die sich an die Begriffsbestimmung anschließende Darstellung des Verhältnisses von Unternehmensverfassung zu Staatsverfassung soll in erster Linie die Bedeutung nationaler Rechtsnormen für die inhaltliche Gestaltung der Unternehmensverfassung herausstellen. Daneben unterstreicht diese Gegenüberstellung insbesondere Rang und Stellenwert der Unternehmensverfassung. Im *Mittelpunkt* der folgenden Ausführungen steht die Frage nach dem Einfluß der Unternehmensverfassung auf die für die Leitungsorgane der Aktiengesellschaft im Rahmen der Konfliktlösung zwischen Ressourcenträgern

261 Lutter (1975), S.613.

262 Vgl. Czubek (1968), S.10 sowie S.77ff.

263 Vgl. dazu Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.19.

264 Witte (1978), S.331. Vgl. ebenda. Vgl. Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.21.

265 Vgl. zu einer Diskussion betriebswirtschaftlicher Forschungsansätze im Hinblick auf die Entwicklung einer ökonomischen Theorie der Unternehmensverfassung Bohr; Drukarczyk; Drumm; Scherrer (1981), S.11ff. Vgl. dazu ferner Witte (1978), S.331.

maßgeblichen Konfliktlösungskriterien[266]. In diesem Zusammenhang werden aus Unterschieden zwischen US-amerikanischer und deutscher Unternehmensverfassung resultierende unterschiedliche Konfliktlösungskriterien für unternehmerische Entscheidungsträger und ihre Bedeutung für das Finanzmanagement von Unternehmen herausgearbeitet. Diese Konfliktlösungskriterien dienen als Grundlage für die Beurteilung der sich im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten.

4.1.1. Definitionen: "Unternehmensverfassung"

In der Literatur finden sich zahlreiche Definitionen des Unternehmensverfassungsbegriffs, die sich im wesentlichen hinsichtlich ihres Detaillierungsgrades bzw. der Weite der Begriffsfassung unterscheiden: *Albach* sieht die Unternehmensverfassung als "die Kombination aller derjenigen rechtlichen und organisatorischen Regelungen ..., die die systembezogenen Tatbestände

- erwerbswirtschaftliches Prinzip
- Prinzip der Alleinbestimmung
- Prinzip der Autonomie

für die am Unternehmen Beteiligten inhaltlich ausfüllen"[267]. Nach *Lutter* umfaßt die Unternehmensverfassung allgemeiner "die Summe derjenigen Normen, welche die innere Ordnung und die Außenbeziehungen des Unternehmens bestimmen"[268]. *Bleicher und Paul* definieren "Unternehmensverfassung" als "grundsätzliche Entscheidung über die innere Ordnung der Unternehmung und ihre Einbindung in relevante Umsysteme"[269]. Eine insbesondere organisatorische Aspekte umfassende Definition von Unternehmensverfassung prägt *Wild*: "Unter Unternehmensverfassung wird die in Gesetzen kodifizierte Grundordnung des wirtschaftlichen Zweckverbandes "Unternehmung" verstanden, die - unter Berücksichtigung der jeweiligen Rechtsform und Eigentumsverhältnisse - eine generelle Regelung

---

266 Die Aktiengesellschaft stellt das Leitbild für die deutsche Unternehmensverfassung dar. Vgl. zur Leitbildfunktion der juristischen Person "Aktiengesellschaft" Chmielewicz (1991), S.16. Vgl. dazu ferner Witte (1978), S.333. Vgl. dazu ferner Grossfeld; Ebke (1977): "Im Vordergrund des politischen und rechtlichen Interesses steht ... das Recht der Aktiengesellschaft; denn sie ist die regelmäßige Organisationsform der Großunternehmen." Ebenda, S.57.

267 Albach (1981), S.55.

268 Lutter (1975), S.614.

269 Bleicher; Paul (1986), S.263.

- der wichtigsten Organe der Unternehmung, ihrer institutionellen Eingliederung, ihrer Zusammensetzung und ihres Zusammenwirkens
- deren Legitimation und Zustandekommen, Aufgaben, Befugnisse und Verantwortung
- den Vollzug der Willensbildung und -durchsetzung
- das Verhältnis der Unternehmung nach außen sowie
- die Rechte und Pflichten der Einzelmitglieder bzw. Mitgliedergruppen

herbeiführt"[270]. *Engels* beschränkt die Unternehmensverfassung auf "diejenigen gesetzlichen und vertraglichen Regelungen, die das Zustandekommen der Führungsentscheidungen eines Unternehmens bestimmen"[271]. *Grossfeld und Ebke* schließlich verdeutlichen in ihrem Begriffsverständnis die Bedeutung rechtlicher Rahmenbedingungen für die Ausgestaltung der Unternehmensverfassung: "Die Unternehmensverfassung ist ... der grundlegende, an den Regeln des Gesellschaftsrechts, der Publizität und Rechnungslegung, dem Mitbestimmungsrecht und Vorschriften des Betriebsverfassungsgesetzes sowie dem Wettbewerbs- und Anlegerschutzrecht ausgerichtete Strukturplan eines privaten Unternehmens innerhalb unserer geltenden Rechts- und Wirtschaftsordnung."[272;273].

Mit *Welchowski* lassen sich aus den in der Literatur angeführten Definitionen des Begriffs "Unternehmensverfassung" fünf grundlegende, charakteristische Kennzeichen der Unternehmensverfassung: Unternehmensbezug, Einflußordnung, Grundordnungscharakter, Dauerhaftigkeit sowie Rechtssatzcharakter herausarbeiten (vgl. Tabelle 10)[274].

270 Wild (1971), S.60. Parenthese im Original.

271 Engels (1981), S.199.

272 Grossfeld; Ebke (1977), S.59f.

273 Vgl. zu weiteren Definitionen u.a. Witte (1978), S.6, Chmielewicz (1981), S.484, Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.21, Brose (1984), S.40 und Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.19. Vgl. zum Begriff "Unternehmensverfassung" ferner Czubek (1968), S.19ff.

274 Vgl. Welchowski (1981), S.44. Vgl. ebenda, S.40ff.

4.1.2. Verhältnis von Unternehmensverfassung zu Staatsverfassung

Die Staatsverfassung wird in der Literatur als geistiges Vorbild für die Unternehmensverfassung gesehen[275]. Formal tragen Staats- wie Unternehmensverfassung den gleichen Charakter: Beide bezwecken die "Schaffung einer gewollten Ordnung, in der die Zuständigkeitsbereiche einzelner und das Zusammenwirken aller festen Regelungen unterworfen werden soll"[276]. Regelungsgegenstand sind insbesondere die Grundrechte und -pflichten der Organisationsmitglieder[277]. Neben Grundentscheidungen über die innere Ordnung regeln sowohl Staats- als auch Unternehmensverfassung die Verzahnung von Staat bzw. Unternehmen mit ihrer Umwelt[278].

Kennzeichen	Beschreibung
Unternehmensbezug	"Die Regelungen tangieren die Belange der Leistungsinstanz der rechtlich-wirtschaftlichen Einheit."
Einflußordnung	"Es werden Einflußpotentiale gewährt" (d.h. Tatbestände geschaffen bzw. legitimiert, die die Wahrscheinlichkeit einer Einflußrealisation auf die Unternehmenspolitik erhöhen).
Grundordnungscharakter	"Es werden Regeln über die Bildung von Regeln abgegeben."
Dauerhaftigkeit	"Die Veränderbarkeit der Regelungen ist erschwert."
Rechtssatzcharakter	"Es handelt sich um bindende Regeln, die vom Staat gesetzt oder kraft staatlicher Ermächtigung vereinbart werden; die Regeln sind abstrakt (vom Einzelsachverhalt abgehoben) und generell (von der Einzelperson abgehoben)."

Tabelle 10: Charakteristische Kennzeichen der Unternehmensverfassung
[Quelle: In Anlehnung an Welchowski (1981), S.44]

---

275 Vgl. Witte (1978), S.331. Vgl. Brose (1984), S.39f. Vgl. Chmielewicz; Coenenberg; Köhler; Meffert; Reber; Szyperski (1981), S.X.

276 Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.21. Vgl. Brose (1984), S.39f.

277 Vgl. Chmielewicz (1981), S.484.

278 Vgl. Paul (1986), S.347. Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.263.

Vgl. zu Parallelen zwischen Staats- und Unternehmensverfassung ferner Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.25.

Wesentliche *Unterschiede* zwischen Staats- und Unternehmensverfassung bestehen hinsichtlich ihrer jeweiligen Regelungsinhalte, Regelungstiefe und Regelungsdichte[279]: Gegenüber der Staatsverfassung weist die Unternehmensverfassung "(1) eine nur bruchstückhafte gesetzliche Kodifizierung ..., (2) inhaltlich andere Grundsätze ... und (3) eine Einbindung in übergreifende (staatliche) Rahmennormen"[280] auf. Die "Einbindung in übergreifende (staatliche) Rahmennormen"[281] führt zu einem wesentlichen Unterschied zwischen Staats- und Unternehmensverfassung hinsichtlich der jeweils verfassungsgebenden Instanz: Ein demokratischer Staat besitzt eine selbstgegebene Verfassung. Demgegenüber ergibt sich die Unternehmensverfassung durch "ein Oktroi der übergeordneten staatlichen Ebene"[282]. Ergänzt wird der gesetzlich vorgegebene Rahmen der Unternehmensverfassung durch organisationsinterne Regelungen grundsätzlicher Art[283]. In diesen Zusammenhang fällt die Unterscheidung zwischen der formellen und der materiellen Sicht der Unternehmensverfassung: Während sich die Unternehmensverfassung in *formeller* Hinsicht "auf die Summe aller für die Unternehmungsverfassung relevanten Rechtsnormen"[284] bezieht, umfaßt die Unternehmensverfassung aus *materieller* Sicht "auch die durch die Unternehmung selbst im Sinne der **Eigengestaltung** definierten Regelungen, die die gesetzlichen Vorschriften ergänzen"[285], d.h. die faktische rechtliche Grundordnung der Unternehmung[286].

4.1.3. Teilaspekte der Unternehmensverfassung

Nach dem Regelungsgegenstand der Unternehmungsverfassung unterscheidet *Chmielewicz*

1. die Organisationsverfassung,

---

279 Vgl. Chmielewicz; Coenenberg; Köhler; Meffert; Reber; Szyperski (1981), S.X.

Ein umfassende Gegenüberstellung verschiedener Definitionen von Staats- und Unternehmensverfassung findet sich bei Welchowski (1981), S.33ff.

280 Chmielewicz (1981), S.484. Parenthese im Original.

281 Ebenda. Parenthese im Original.

282 Witte (1978), S.333.

283 Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.263. Vgl. Chmielewicz; Coenenberg; Köhler; Meffert; Reber; Szyperski (1981), S.X.

284 Paul (1986), S.347.

285 Paul, a.a.O. Hervorhebung im Original.

286 Vgl. Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.20.

2. die Marktverfassung sowie
3. die Finanzverfassung einer Unternehmung[287].

Die *Organisationsverfassung* regelt die Beziehungen verschiedener Organe einer Unternehmung zueinander, ihre Befugnisse im Innen- und Außenverhältnis, Vollzug der Willensbildung im Unternehmen sowie Rechte und Pflichten der Organisationsmitglieder[288]. "Die *Marktverfassung* bezieht sich vor allem auf die von außen gesetzten Wettbewerbsregeln, die durch interne Verhaltenskodizes für das Verhalten gegenüber Wettbewerbern ergänzt werden können."[289] Die Regelung der Einkommensströme einer Unternehmung schließlich ist Gegenstand seiner *Finanzverfassung*. Zu den extern vorgegebenen Komponenten der Finanzverfassung zählen u.a. Marktpreise, Steuern, Branchenlohntarife, Kapitalausstattungsvorschriften sowie gesetzliche Haftungsregelungen[290]. Ihre interne Komponente bilden z.B. firmenindividuelle Löhne, Gewinnbeteiligung von Arbeitnehmern sowie die Ausschüttungspolitik[291].

Der weitere Fortgang des vorliegenden Kapitels konzentriert sich auf die *Organisationsverfassung* der Aktiengesellschaft. Die folgende Untersuchung stellt dabei wesentliche Grundzüge der Verfassung der US-amerikanischen "Corporation" denjenigen der deutschen Aktiengesellschaft gegenüber. Die Gegenüberstellung erfolgt im Hinblick auf eine im weiteren Verlauf dieser Arbeit vorzunehmende Beurteilung der sich durch einen Erwerb eigener Aktien für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten aus US-amerikanischer und aus deutscher Sicht.

4.1.4. Gegenüberstellung der Unternehmensverfassungswirklichkeit in den USA und der Bundesrepublik Deutschland

Wesentliche Unterschiede zwischen US-amerikanischer und deutscher Unternehmensverfassungswirklichkeit bestehen hinsichtlich (1) der Rolle der Aktiengesellschaft im Rahmen des Beziehungsgeflechts unterschiedlicher Ressourcenträger und (2) der Organisation der Spitzenverfassung der Aktiengesellschaft, insbesondere des für unternehmerische

287 Vgl. Chmielewicz (1984), S.11.

288 Vgl. dazu Wild (1971), S.60f. Vgl. Chmielewicz (1981), S.484f. Vgl. Bohr; Drukarczyk; Drumm; Scherrer (1981), S.14. Vgl. Witte (1984), S.262.

289 Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.23. Vgl. dazu ausführlich Lutter (1975), S.616ff.

290 Vgl. Bohr; Drukarczyk; Drumm; Scherrer (1981), S.16f.

291 Vgl. Chmielewicz; Coenenberg; Köhler; Meffert; Reber; Szyperski (1981), S.XI.

Entscheidungsträger maßgeblichen Entscheidungskriteriums im Rahmen der Lösung von Konflikten zwischen bzw. innerhalb verschiedener vom wirtschaftlichen Schicksal eines Unternehmens betroffenen sozialen Gruppen[292].

4.1.4.1. Sichtweise der Unternehmung im Rahmen des Beziehungsgeflechts unterschiedlicher Ressourcenträger

Das US-amerikanische Verständnis von der Unternehmung ist von einer kontraktualistischen Sicht geprägt. Danach ist die Unternehmung eine von vielen möglichen alternativen Kooperationsbeziehungen zwischen Ressourcenträgern, zwischen denen gemäß dem Kriterium minimaler Transaktionskosten auszuwählen ist[293]. Diese Sichtweise der Unternehmung geht auf *Coase* zurück, der die Unternehmung als Alternative zum Markt zwecks Organisation identischer Transaktionen begreift[294]. Für *Coase* besteht das Wesensmerkmal der Unternehmung in der "supersession of the price mechanism"[295]. Unternehmen entstehen stets dann, wenn Kooperation über den Markt höhere (Transaktions-) Kosten verursacht als Ressourcenallokation durch interne Organisation. Diese - lange Zeit vernachlässigten[296] - Gedanken *Coases* bilden die Grundlage der von *Williamson* entwickelten Transaktionskostentheorie[297]. "Economic institutions of capitalism have the *main* purpose and effect of economizing on transaction costs."[298] Die Relevanz weiterer Daseinsgründe von Unternehmen wird von *Williamson* nicht geleugnet: "*Main* purpose is not to be confused with *sole* purpose."[299] Deren Bedeutung tritt aber hinter das Kriterium "Minimierung von Transaktionskosten" zurück.

---

292 Vgl. Jacob (1993), S.104ff.

293 Vgl. Teubner (1989), S.153.

294 Vgl. Coase (1937), S.389. Vgl. dazu insbes. Coase (1991), ders. (1991a) sowie ders. (1991b). Vgl. ferner Williamson (1991a), Demsetz (1991) sowie Hart (1991).

295 Coase (1937), S.389.

296 Vgl. Coase (1972), S.63.

297 Vgl. Williamson (1975). Vgl. ders. (1985).

298 Williamson (1985), S.17. Kursiv nicht im Original.

299 Ebenda. Kursiv nicht im Original. Vgl. dazu ferner Williamson (1991), S.29f.

Der Sichtweise der Unternehmung als "Governance Structure"[300] steht das deutsche Verständnis vom Unternehmen als verselbständigtem kollektiven Akteur entgegen: "Juristen sprechen hier von korporativen Elementen, von der Gesamthand, von der Juristischen Person."[301] Die Rolle der Aktiengesellschaft als selbständigem kollektiven Akteur manifestiert sich in der auf *Rathenau*[302] und *Haussmann*[303] zurückgehenden Theorie der "Unternehmung an sich"[304].

Die Theorie der "Unternehmung an sich" beschreibt einen "*Emanzipationsprozeß* der Unternehmung von ihren Unternehmern"[305]: Ausgehend vom frühen 19. Jahrhundert ist ein gleitender Prozeß der Machtübergabe von den Aktionären eines Unternehmens, vertreten in der Gesellschafterversammlung, über einen mit Entscheidungsrechten ausgestatteten Verwaltungsrat bzw. (später) Aufsichtsrat auf den Vorstand als dem zur alleinigen Geschäftsführung berechtigten Unternehmensorgan zu erkennen[306]. Diesen Prozeß der Loslösung der Aktiengesellschaft von ihren Aktionären betrachtet *Albach* als weitgehend vollzogen: "Das "Unternehmen an sich" ... ist soziale Realität."[307]

Die Konsequenzen dieser unterschiedlichen Sichtweisen der Unternehmung in den USA einerseits und Deutschland andererseits äußern sich durch Zuweisung der Steuerungsrechte über die Ressourcen der Unternehmung an unterschiedliche Akteure durch die US-amerikanische bzw. die deutsche Unternehmensverfassung: Den "Shareholders" der US-amerikanischen "Corporation" kommt die Eigentümerfunktion an "ihrer" Unternehmung zu[308]. Demgegenüber besitzen Aktionäre deutscher Aktiengesellschaften lediglich Bruchteilseigentum

---

300 Williamson (1985), S.13.

301 Teubner (1989), S.156.

302 Vgl. Rathenau (1918).

303 Vgl. Haussmann (1928).

304 Vgl. Witte (1978), S.334f. Vgl. Schredelsecker (1975), S.18. Vgl. Großmann (1980), S.141f.

Vgl. zur Kritik an der "alte[n] Lehre vom "Unternehmen an sich"" Raiser (1976), S.118. Zitat ebenda. Parenthese im Original.

305 Witte (1978), S.334f. Kursiv im Original. Vgl. hier und im folgenden ebenda.

306 Vgl. insbes. Steinmann (1969). Vgl. Albach (1981), S.57ff. Vgl. Raiser (1981), S.40. Vgl. dazu Gutenberg (1962), S.14ff.

307 Albach (1976), S.747. Parenthese im Original.

308 Vgl. Jacob (1993), S.105.

am Aktienkapital: "Zweifelsfrei hat der Aktionär nach zivilrechtlichen Kategorien einzig und allein Eigentum an der Aktie ... Eigentümerin des Gesellschaftsvermögens ist hingegen die juristische Person Aktiengesellschaft."[309]

4.1.4.2. Spitzenverfassung der Aktiengesellschaft

Mit der Spitzenverfassung als tragendem Teil der Organisationsverfassung[310] der Institution "Aktiengesellschaft" haben sich in der jüngeren Literatur insbesondere *Bleicher und Mitarbeiter* auseinandergesetzt[311]. Im Rahmen eines umfassenden Vergleichs des US-amerikanischen Board-Modells mit dem deutschen Vorstands-/ Aufsichtsratsmodell identifizieren u.a. *Bleicher und Paul* vier grundlegende Fragen bzw. Aspekte im Rahmen der konstitutiven Gestaltung der Unternehmensspitze:

1. Die Regelungsdichte existierender gesetzlicher Vorschriften,
2. Monismus oder Pluralismus der Berücksichtigung von Interessen relevanter Gruppen[312],
3. die Ein- oder Mehrstufigkeit von Überwachung und Geschäftsführung sowie
4. deren kollegiale oder direktoriale Ausformung[313].

---

309 Schredelsecker (1975), S.106. Vgl. Balser; Bokelmann; Piorreck (1984), S.43. Vgl. Jacob (1993), S.105.

310 Vgl. Bleicher; Leberl; Paul (1989).

311 Vgl. Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), Bleicher (1985), Bleicher; Paul (1986), Paul (1986) sowie insbesondere Bleicher; Leberl; Paul (1989).

Vgl. zu diesem Themenkomplex ferner insbesondere Gutenberg (1970) sowie Thomée (1974). Vgl. ferner z.B. Grossfeld; Ebke (1977), dies. (1977a) sowie Dayton (1984).

312 Die Frage, welchen Interessen ein Großunternehmen Rechnung zu tragen hat, bezeichnet schon *Steinmann* als eine der beiden "Grundfragen der Unternehmensordnung". Vgl. Steinmann (1969), S.1ff.

313 Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.264. Vgl. Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.24. Vgl. insbes. zum Direktorial- oder Kollegialprinzip bei der Geschäftsführung bereits Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.25f.

Vgl. hier und im folgenden Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.24f.

ad (1): Regelungsdichte existierender gesetzlicher Vorschriften

Die *Regelungsdichte* zwingender gesetzlicher Vorschriften beschreibt den Autonomiebereich einer Aktiengesellschaft hinsichtlich der organisatorischen Gestaltung ihrer Führungsspitze: Einerseits kann ein Gesetz zwingende Vorschriften hinsichtlich der Zusammensetzung von Geschäftsführung und Vertretung einer Aktiengesellschaft vorsehen. Andererseits können *subsidiäre* rechtliche Regelungen bestehen, die hinter ggf. vorhandene unternehmensinterne Entscheidungen zurücktreten[314].

ad (2): Monismus oder Pluralismus der Berücksichtigung von Interessen relevanter Gruppen

Der Gegensatz zwischen *Monismus und Pluralismus der Interessenvertretung*[315] bezieht sich auf die Zielsetzungen unternehmerischer Entscheidungen: Ein *monistisches* Bild der Interessenvertretung in der Spitzenverfassung ergibt sich, sofern die Unternehmung als der Zielerreichung lediglich einer einzigen Interessentengruppe dienstbar betrachtet wird: Der Aktionäre. Raum für Kooperation bzw. Ausgleich verschiedener Interessen bietet eine monistische Sichtweise der Unternehmung unternehmens*intern* nicht: "Interessenausgleich findet grundsätzlich nur am Markt oder in den Köpfen einzelner unternehmerischer Akteure statt."[316] Demgegenüber kennzeichnet eine *pluralistisch* ausgerichtete Spitzenverfassung die Einbeziehung verschiedener, teilweise gegensätzlicher Interessen in das Handlungskalkül unternehmerischer Entscheidungsträger.

ad (3): Ein- oder Mehrstufigkeit von Überwachung und Geschäftsführung

Nach der Zuweisung der Überwachungs- und der Geschäftsführungsfunktion an Unternehmensinstanzen werden *einstufige* von *mehrstufigen Unternehmensverfassungssystemen* unterschieden. Im Rahmen *einstufiger* Systeme werden sowohl die laufende Geschäftsführung einer Aktiengesellschaft als auch deren Überwachung einer einzigen Instanz übertragen. Diesem

---

314 Vgl. Rühli (1979), S.156ff.

315 Vgl. zu interessenmonistischen und interessenpluralistischen Konzepten der Unternehmensverfassung ausführlich Steinmann; Gerum (1978), S.8ff.

316 Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.25.

Modell steht die Trennung von Geschäftsführung und Überwachung in *mehrstufigen* Unternehmensverfassungssystemen gegenüber[317].

ad (4): Kollegiale oder direktoriale Ausformung von Geschäftsführung und Überwachung

Kollegial- bzw. Direktorialprinzip bezeichnen den Prozeß der Willensbildung innerhalb der Führungsspitze von Unternehmen: Der Idealtypus *kollegialer* Willensbildung liegt vor, wenn gleichberechtigte Mitglieder einer Unternehmensspitze Entscheidungen auf der Grundlage von Einstimmigkeits- bzw. Mehrheitsprinzip treffen. Demgegenüber basiert eine *direktoriale* Organisation der Unternehmensspitze auf mehr oder weniger deutlich ausgeprägten Über- bzw. Unterordnungsverhältnissen[318].

4.1.4.2.1. Board-Modell der US-amerikanischen "Corporation"

Das US-amerikanische Gesellschaftsrecht ist durch eine *geringe rechtliche Regelungsdichte* gekennzeichnet[319]. So ist z.B. die Geschäftsführungsfunktion des Board im US-amerikanischen Recht nicht geregelt[320]. Dementsprechend weit ist der Autonomiebereich von Unternehmen im Hinblick auf die Ausgestaltung ihrer Verfassung: "Das amerikanische Rechtssystem befähigt Unternehmen zu erheblicher Flexibilität und Kreativität, indem es ihnen erlaubt, die Verfassung intern an unterschiedliche Kontexte und Situationen, Interessen, Personen und zu lösende Probleme anzupassen."[321]

Die "Corporation" hat nach US-amerikanischem Verständnis den Interessen der "Shareholders" zu dienen. Diesem *monistischen* Prinzip folgend besteht für die Berücksichtigung von Interessen Dritter bzw. für eine Kooperation verschiedener Interessentengruppen wenig Raum. Als Konsequenz dieser Sichtweise sind Vertreter von Partikularinteressen in US-amerikanischen

---

317 Vgl. Bleicher; Leberl; Paul, a.a.O., S.29f.

318 Vgl. Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.25. Vgl. ferner Bleicher; Leberl; Paul, a.a.O., S.30f.

Vgl. zu einer Diskussion der jeweiligen Vor- und Nachteile von Kollegial- und Direktorialprinzip Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.25f.

319 Vgl. dazu beispielhaft die rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien in den USA: oben: Kapitel 2.2.4. dieser Arbeit sowie die dort zitierte Literatur.

320 Vgl. Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.21.

321 Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.25.

Boards nur selten anzutreffen[322]. Sofern Partikularinteressen im Board vertreten sind, handelt es sich in der überwiegenden Mehrzahl dieser Fälle um Interessenvertreter unternehmens-*externer* Gruppierungen (Kunden, etc ...), nicht jedoch um Repräsentanten der Arbeitnehmer[323].

In den Händen US-amerikanischer Boards liegen sowohl die Überwachungs- als auch die Geschäftsführungsfunktionen der "Corporation"[324]. Dieses *einstufige* Modell[325] weckt in der Literatur Zweifel an seiner Operationalität. So fragt z.B. *Paul*: Wie kann ein Board Aufgaben der Geschäftsführung wahrnehmen und gleichzeitig sich selbst überwachen ?"[326]

In Gestalt des CEO ("Chief Executive Officer") ist die oberste Instanz der US-amerikanischen "Corporation" mit nur einer Person besetzt (Singularinstanz). Weiter hervorgehoben wird die Stellung des CEO, sofern dieser - wie in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis häufig zu beobachten[327] - zusätzlich die Position des "Chairman of the Board" ausübt. Das US-amerikanische Unternehmensführungsmodell stellt insoweit den typischen Fall eines *direktorialen* Führungssystems dar[328].

4.1.4.2.2. Vorstands-/ Aufsichtsratsmodell der deutschen Aktiengesellschaft

Das deutsche Gesellschaftsrecht ist gekennzeichnet durch eine *hohe Regulierungsdichte*[329], die den autonomen Handlungsspielraum von Unternehmen im Hinblick auf ihre Verfassungsgestaltung einschränkt. Anzahl, Zusammensetzung, Aufgaben und Befugnisse der Organe der

---

322 Vgl. Bleicher (1985), S.223.

323 Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.265.

324 Vgl. dazu schon Thomée (1974), S.185ff.

325 *Steinmann und Gerum* sprechen bei von Einheit von Führungs- und Kontrollorgan einer Unternehmung von einem "Vereinigungsmodell" der Spitzenverfassungsorganisation. Vgl. Steinmann; Gerum (1978), S.86. Vgl. dazu ausführlich ebenda, S.86ff.

326 Paul (1986), S.348. Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.265.

327 Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.266.

328 Vgl. Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.31.

329 Vgl. Jacob (1993), S.106. Vgl. Bleicher (1985), S.222. Vgl. Balser; Bokelmann; Piorreck (1984).

Vgl. dazu beispielhaft die rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland: oben: Kapitel 2.1. dieser Arbeit.

deutschen Aktiengesellschaft werden durch das Aktiengesetz ausführlich kodifiziert[330]. So überträgt beispielsweise §76 Abs. 1 AktG dem Vorstand "zwingend die ausschließliche Zuständigkeit für die Führung der Gesellschaft"[331]. Ebenso zwingend wird dem Aufsichtsrat die Überwachung der Geschäftsführung des Vorstands zugewiesen[332].

Bezüglich des Kriteriums "Monismus oder Pluralismus der Interessenvertretung" weisen deutsche Aktiengesellschaften einen interessen*dualistischen* Charakter auf[333]: Im Rahmen der Arbeitnehmer-Mitbestimmung[334] und dem damit einhergehenden Einzug von Arbeitnehmern in Aufsichtsräte deutscher Aktiengesellschaften hat sich der Aufsichtsrat zu einem "Forum für den Interessenausgleich unterschiedlicher *"Stakeholders"* [entwickelt], wobei traditionell die bipolaren Interessen von Kapital und Arbeit im Vordergrund stehen"[335]. Mitglieder deutscher AG-Aufsichtsräte, die nicht eindeutig der Arbeitnehmer- bzw. der Kapitalseite zuzuordnen sind, sind nach deutscher Rechtsauffassung dem Unternehmensinteresse[336] verpflichtet[337]. *Chmielewicz* zieht den Kreis der auf das Unternehmensinteresse verpflichteten Organmitglieder einer Aktiengesellschaft noch erheblich weiter: "*Alle* Mitglieder [des Aufsichtsrates] sind primär

330 Vgl. Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.22. Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.264.

331 Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.93.

332 Vgl. §111 AktG.

Vgl. zu den Befugnissen von Aufsichtsrat und Vorstand deutscher Aktiengesellschaften ausführlich Balser; Bokelmann; Piorreck (1984), S.64ff. mit weiteren Literaturverweisen. Vgl. ferner Bleicher; Leberl; Paul, a.a.O., S.59ff.

333 Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.265. Vgl. Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.86ff.

334 Vgl. zur Mitbestimmung in Aufsichtsrat und Vorstand in Deutschland Chmielewicz; Großmann; Inhoffen; Lutter (1977).

335 Bleicher; Leberl; Paul (1989), S.87. Hervorhebung im Original. Vgl. Brose (1984), S.42. Vgl. Großmann (1980), S.87.

Bereits im Jahre 1981 konstatiert *Albach* eine "Entwicklung des rechtlichen Rahmens, in dessen Kontext auch die Entwicklung der Unternehmensverfassung gesehen werden muß, ... von der Alleinbestimmung zur Berücksichtigung einer Interessenpluralität". Albach (1981), S.61. Vgl. ebenda, S.57.

336 "Das Unternehmensinteresse bestimmt sich nach dem durch die Anteilseigener im Gesellschaftsvertrag bestimmten Zweck des Unternehmens und gleichzeitig nach den schutzwerten Interessen der im Unternehmen arbeitenden Menschen." Brose (1984), S.48. Vgl. zum Unternehmensinteresse ausführlich unten: Kapitel 4.1.5.2.

Vgl. zum Verhältnis des Unternehmensinteresses zur Theorie des "Unternehmens an sich" Raiser (1976), S.119.

337 Vgl. Vogel (1980), S.125.

auf das Unternehmensinteresse verpflichtet"[338] und fügt hinzu: "[D]aneben gleichgewichtig auf Anteilseigner- und Arbeitnehmerinteressen"[339]. Neben dem Aufsichtsrat erstreckt sich die Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse auch auf alle Mitglieder des Top-Managements einer Aktiengesellschaft[340].

Die explizite Aufgabenzuweisung des deutschen Aktiengesetzes an Vorstand (Geschäftsführung) und Aufsichtsrat (Überwachung der Geschäftsführung des Vorstands) schreibt deutschen Aktiengesellschaften ein *zweistufiges* Unternehmensverfassungssystem vor: Geschäftsführungsfunktion und Aufsichtsfunktion werden verschiedenen, *getrennten*[341] Organen zugeordnet[342].

USA	**Deutschland**
Weitgehendes Fehlen bundeseinheitlicher Vorschriften hinsichtlich des Aufbaus und der Arbeitsweise des Board	*Hohe* vom Gesetzgeber vorgegebene *Regulierungsdichte des Aktiengesetzes*
Monistische Interessenvertretung	*Pluralismus* der Interessenvertretung
Einstufige Überwachungs- und Geschäftsführungsfunktionen	*Zweistufige* Unternehmensspitze
Direktoriale Organisation der Unternehmensspitze (Singularinstanz)	*Kollegiale* Willensbildung von Pluralinstanzen

Tabelle 11: Zusammenfassende Gegenüberstellung des US-amerikanischen und des deutschen Modells der Unternehmens-Spitzenverfassung [Quelle: Eigenerstellung]

Sowohl Aufsichtsrat als auch Vorstand deutscher Aktiengesellschaften sind von *kollegialer* Willensbildung geprägt[343]. Entscheidungen in Aufsichtsräten und Vorständen deutscher

338 Chmielewicz (1984), S.20. Kursiv nicht im Original.

339 Ebenda.

340 Vgl. Chmielewicz, a.a.O., S.19. Vgl. Balser; Bokelmann; Piorreck (1984), S.65.

341 In Analogie zum Begriff des "Vereinigungsmodells" - charakterisiert durch Einheit von Führungs- und Kontrollorgan einer Unternehmung - sprechen *Steinmann und Gerum* bei organisatorisch-rechtlicher *Trennung* von Führungs- und Kontrollorgan von einem "Trennungsmodell". Vgl. Steinmann; Gerum (1978), S.87. Vgl. dazu ferner Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.23f.

342 Vgl. Balser; Bokelmann; Piorreck (1984), S.64 und S.69 mit weiteren Literaturverweisen.

343 Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.265.

Aktiengesellschaften werden auf der Basis des Einstimmigkeits-[344] bzw. Mehrheitsprinzips gefällt.

Tabelle 11 faßt die Ergebnisse des vorliegenden Kapitels zusammen.

4.1.5. Konsequenzen unterschiedlicher Unternehmensverfassungen für das Finanzmanagement von Unternehmen

Die dargestellten unternehmensverfassungsrechtlichen Rahmenbedingungen in den USA bzw. der Bundesrepublik Deutschland üben grundlegenden Einfluß auf das Finanzmanagement US-amerikanischer bzw. deutscher Unternehmen aus:

4.1.5.1. Maximierung des Unternehmenswertes als Handlungsgrundlage für das Management US-amerikanischer "Corporations"

Die geringe Regulierungsdichte des US-amerikanischen "Corporate Law" entzieht das Management einer "Corporation" weitgehend der *unmittelbaren* Beeinflussung durch die Aktionäre: "Es gibt in den USA kein ausgebautes, verbindliches Aktiengesetz, das die unmittelbaren Beziehungen zwischen Aktionären und Management eines Unternehmens verläßlich regelt. ... [D]ie Beziehung zwischen Anlegern und Managern ist in der amerikanischen Theorie und Praxis seit langem durch faktische Unabhängigkeit des board of directors von den Anlegern charakterisiert."[345] Eine nur schwache interne Überwachung des Managements US-amerikanischer "Corporations" resultiert desweiteren aus der direktorialen Struktur des Board sowie insbesondere der Einstufigkeit von Überwachung und Geschäftsführung[346]: Nach *Steinmann und Gerum* läuft ein einstufiges "Führungs- und Kontrollorgan ... auf die schlichte Abschaffung jeder institutionalisierten *Fremd*kontrolle hinaus"[347], auf eine "faktische

---

344 Ein Beispiel für eine *einstimmige* Willensbildung bilden Beschlußfassungen des Vorstands der Deutsche Bank AG. Die Willensbildung dieses Gremiums beschreibt *Hilmar Kopper* mit folgenden Worten: "When we decide something at Deutsche Bank, we come up with one opinion that is shared by everyone. Some people call this a unanimous vote: I always say we never vote. We discuss. And if, at the end of the discussion, no one knows any better, we say: "That's it"." O.V. (1994d), S.34f. Parenthese im Original.

345 Loistl (1990), S.54f.

346 Vgl. Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.23. Vgl. ferner Bleicher; Paul (1986), S.265f.

347 Steinmann; Gerum (1978), S.86. Kursiv im Original. Vgl. dazu Thomée (1974), S.189.

Machtstellung der Verwaltung ..., der gegenüber jede Fremdkontrolle wirkungslos bleiben muß".[348]

Einfluß auf das Management eines Unternehmens üben Aktionäre in den USA dementsprechend nur mittelbar, unter Zwischenschaltung des Kapitalmarktes aus: Bei Unzufriedenheit mit der Geschäftsentwicklung ihrer Unternehmung verkaufen Investoren die Aktien der betreffenden Aktiengesellschaft bzw. versuchen, im Rahmen eines feindlichen Übernahmeangebotes die Kontrolle über die Unternehmensressourcen zu erlangen.

Das Fehlen eines ausgebauten, allgemein verbindlichen Aktiengesetzes führt zu einer essentiellen Bedeutung des Kapitalmarktes im Rahmen der Aktionär-Manager Beziehung: "Die Beeinflussung [des Managements] erfolgt über den Markt und soll auch über den Markt erfolgen."[349] Dem US-amerikanischen Kapitalmarkt kommt dementsprechend eine wesentliche Funktion als (externem) Managementüberwachungsinstrument zu[350]. Damit werden für Manager Anreize geschaffen, sich um eine hohe Börsenbewertung ihres Unternehmens zu bemühen: Das Interesse an einem hohen Aktienkurs ihres Unternehmens resultiert aus dem Bestreben von Managern, Auseinandersetzungen über die Kontrolle des von ihnen geführten Unternehmens zu vermeiden[351]. Das Bestreben nach einer möglichst hohen Börsenbewertung eines Unternehmens durch sein Management korrespondiert mit dem monistischen Bild der Interessenvertretung US-amerikanischer Unternehmen: Der Fokussierung der Geschäftspolitik allein auf die Interessen der Aktionäre.

Loistl[352] faßt die Kapitalmarktorientierung der traditionellen US-amerikanischen Finanzierung in einem Schaubild zusammen (vgl. Abbildung 2): Als im Rahmen von Finanzierungsbeziehungen gestaltend wirkende Kräfte (gekennzeichnet durch Sechsecke) identifiziert *Loistl* Anleger, Management und Kapitalmarkt. Kriterien zur Beurteilung einer einzelnen Unternehmung (gekennzeichnet durch ovale Figuren) sind deren Ertragskraft, deren fundamentaler Unternehmenswert sowie ihr Marktpreis. "Die Begriffe in den Rechtecken repräsentieren die

348 Steinmann; Gerum, a.a.O.

349 Loistl (1990), S.54.

350 Vgl. zur Managementüberwachung durch den Kapitalmarkt grundlegend Manne (1965).

351 Vgl. dazu Jacob (1991), S.122.

352 Vgl. Loistl (1990), S.56f. Vgl. hier und im folgenden ebenda.

Beziehungsmechanismen"[353] zwischen Gestaltungskräften und Beurteilungskriterien.

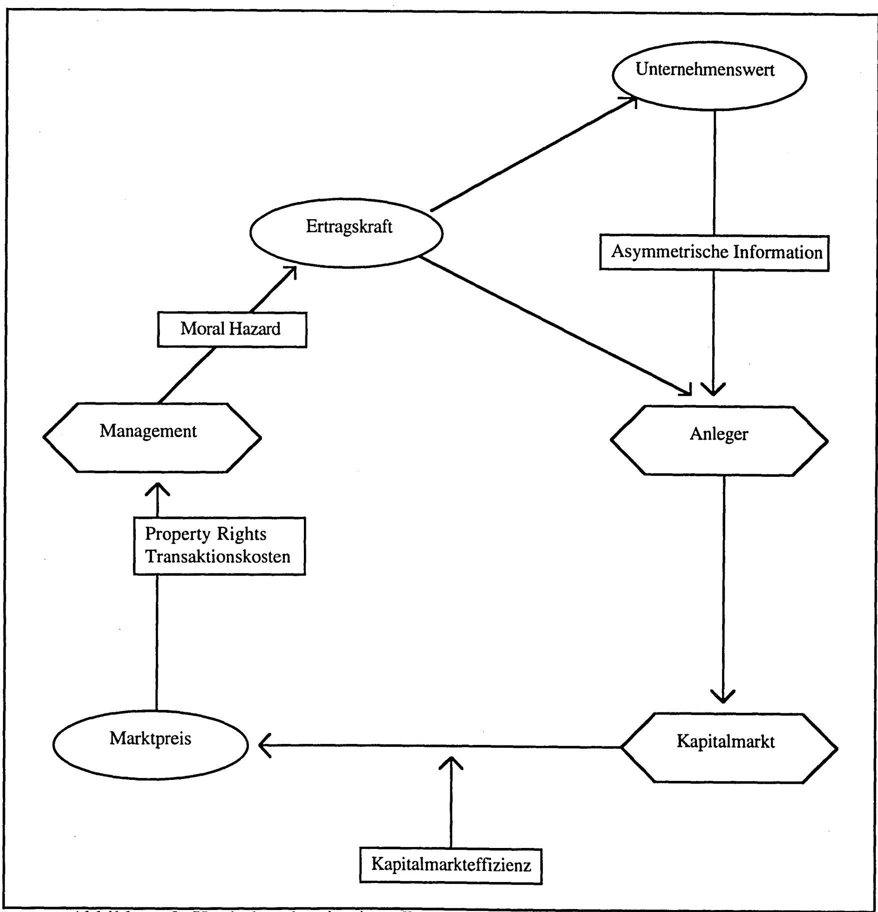


Abbildung 2: Kapitalmarktorientierte Betrachtung der traditionellen amerikanischen Finanzierung [Quelle: Loistl (1990), S.56]

Durch seine geschäftlichen Aktivitäten determiniert das Management die Ertragskraft als Basis für den fundamentalen Wert eines Unternehmens. Ertragskraft und fundamentaler Unternehmenswert dienen Kapitalgebern als Basis für ihre Anlageentscheidungen auf dem Kapital-

[353] Loistl, a.a.O., S.57.

"Der Begriff [Beziehungsmechanismen] soll verdeutlichen, daß mit den darunter stehenden Wörtern die Mechanismen beschrieben werden, die aus dem Zusammenwirken von Personen bei verschiedenen individuellen Präferenzen und rechtlichen Kompetenzen Leistungen entstehen lassen." Loistl, a.a.O., S.54.

markt. Die Qualität dieser Investitionsentscheidungen wird vom Ausmaß der Informationsasymmetrie zwischen Manager-Insidern einerseits und unternehmensexternen Investoren andererseits determiniert. Vom Grad der Informationseffizienz des Kapitalmarktes hängt es ab, inwieweit der Marktpreis einer Unternehmung ihren fundamentalen Wert widerspiegelt. Der Marktpreis des Unternehmens schließlich dient als Kriterium zur Managementbeurteilung.

Die Fokussierung der Unternehmenspolitik allein auf die Interessen der Aktionäre (monistisches Bild der Interessenvertretung) entbindet US-amerikanische Aktiengesellschaften von dem Problem, einen Interessenausgleich *zwischen verschiedenen* Interessentengruppen zu gewährleisten. Die Verfolgung ausschließlich der Eigenkapitalgeberinteressen schließt jedoch nicht aus, daß *innerhalb* der Gruppe der "Shareholders" verschiedenartige Interessenstrukturen vorliegen können. Aus Interessenkonflikten zwischen Aktionären möglicherweise resultierende Konflikte werden durch Ausrichtung der Unternehmensführung auf die Maximierung des Unternehmenswertes (Unternehmenswert zu verstehen als Gegenwartswert aller zu erwartenden Cash-flow Ströme einer Aktiengesellschaft) - bzw. des "Shareholder-Value" - gelöst[354]: "*Shareholder Value* ... bedeutet nicht mehr und nicht weniger, als daß der Vorstand einer Aktiengesellschaft das Unternehmen im Interesse der Aktionäre zu führen habe."[355] Der "Shareholder-Value"-Ansatz bewertet unternehmerische Entscheidungen auf der Grundlage ihrer Auswirkungen auf die Rendite (bestehend aus Kursgewinnen und Dividenden) des von den Eigenkapitalgebern einer Aktiengesellschaft bereitgestellten Kapitals[356].

4.1.5.2. Verfolgung des Unternehmensinteresses als Handlungsgrundsatz für das Management deutscher Aktiengesellschaften

Im Rahmen des durch eine hohe Regulierungsdichte gekennzeichneten deutschen Aktiengesetzes ist die Beziehung zwischen Kapitalgebern und Management ausführlich kodifiziert[357]. Das deutsche Aktienrecht eröffnet Aktionären unmittelbare Einwirkungsmöglichkeiten auf die Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft: "Sind die Aktionäre mit der "Performance" von Vorstand und Aufsichtsrat nicht zufrieden, dann bietet ihnen das Gesellschaftsrecht,

---

354 Vgl. Jacob (1993), S.106.

355 Albach (1994), S.273. Kursiv im Original.

Die "Shareholder-Value"-Diskussion geht auf *Rappaport* zurück. Vgl. Rappaport (1981) sowie insbes. ders. (1986). Vgl. zur "Shareholder-Value"-Diskussion in der Bundesrepublik Albach, a.a.O., S.273ff. Vgl. ferner Bühner (1992) sowie ders. (1993), insbes. S.762f.

356 Vgl. Bühner; Weinberger (1991), S.187. Vgl. Rappaport (1986).

357 Vgl. Loistl (1990), S.55.

insbesondere das Aktienrecht, vergleichsweise massive Instrumente, diese Gremien für ihr tatsächliches oder vermeintliches Fehlverhalten in der Vergangenheit zur Verantwortung zu ziehen und für die Zukunft solches auszuschließen."[358] Kapitalmarktaktivitäten von Investoren als indirekte Einflußnahmemöglichkeit auf die Unternehmensverwaltung spielen im Rahmen der Managementüberwachung keine (bedeutende) Rolle. Die zweistufige Spitzenverfassung der deutschen Aktiengesellschaft und die damit einhergehende Trennung von Geschäftsführung und Überwachung gewährleisten eine vergleichsweise umfassende interne Überwachung des mit der Geschäftsführung betrauten Unternehmensorgans "Vorstand"[359]. Hinzu kommt eine Kontrolle innerhalb der Unternehmensorgane Vorstand und Aufsichtsrat durch die kollegiale Willensbildung dieser Pluralinstanzen: Das Kollegialprinzip eröffnet Vorstand und Aufsichtsrat die Möglichkeit zu Selbstkontrolle bzw. gegenseitiger Überwachung, da es "das Entstehen einer omnipotenten Stellung einer Person im Ansatz verhindert"[360].

Entsprechend gering ist in dieser Hinsicht der Stellenwert, der dem Börsenwert der Aktiengesellschaft bzw. der Informationseffizienz des Kapitalmarktes als Schlüssel zu einer realitätsnahen Unternehmensbewertung durch den Kapitalmarkt unter Managementüberwachungsgesichtspunkten zukommt. Aufgrund bestehender interner Kontrollmechanismen erscheint der Kapitalmarkt als Managementkontrollinstanz entbehrlich: Als Gestaltungskräfte kennt die unternehmensorientierte Betrachtung der traditionellen deutschen Finanzierung lediglich das Unternehmensmanagement auf der einen und Aktionäre und Gläubiger auf der anderen Seite (vgl. Abbildung 3). Die Einflußnahme des Managements auf Ertragskraft und damit auch fundamentalem Wert eines Unternehmens unterliegt einem aus der Delegation der Geschäftsführung durch die Kapitalgeber resultierenden Vertrauensrisiko. Dieses Vertrauensrisiko kann durch geeignete rechtliche und organisatorische Maßnahmen begrenzt werden[361]. Die Informationsasymmetrie zwischen Management und Kapitalanlegern hinsichtlich des fundamentalen Unternehmenswertes deutscher Aktiengesellschaften ist aufgrund der gemäß deutscher Rechnungslegungsvorschriften für Unternehmen bestehenden Möglichkeit zur

---

358 Loistl, a.a.O. Parenthese im Original.

Vgl. zu den Einflußnahmemöglichkeiten von Aktionären Balser; Bokelmann; Piorrek (1984), S.43ff., insbes. S.54ff. Vgl. ferner Witte (1984), S.263ff.

359 Vgl. dazu Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.23. Vgl. ferner Bleicher; Paul (1986), S.265.

Die Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrates als Überwachungsgremium der Vorstände deutscher Aktiengesellschaften wird in Teilen der deutschen Literatur allerdings in Zweifel gezogen. Vgl. dazu z.B. Lutter (1994).

360 Bleicher; Bortel; Kleinmann; Paul (1984), S.26. Vgl. Bleicher; Paul (1986), S.265.

361 Vgl. Loistl (1990), S.57.

Bildung stiller Reserven besonders ausgeprägt: "Stille Reserven ... sind die schärfste Form asymmetrischer Informationsverteilung."[362]

An die Stelle des "Shareholder-Value"-Ansatzes bzw. der Maximierung des Unternehmenswertes als unternehmerischem Entscheidungsprinzip tritt im Rahmen des deutschen Gesellschaftsrechts die Suche nach einem Interessenausgleich zwischen verschiedenen vom wirtschaftlichen Schicksal einer Aktiengesellschaft betroffenen Gruppierungen: "In den Führungsgrundsätzen deutscher Aktiengesellschaften haben die Vorstände ihre Auffassung fixiert, daß sie einen Interessenausgleich zwischen den verschiedenen Interessentengruppen - Aktionären, Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten, Nachbarn, Staat - zu finden hätten."[363]

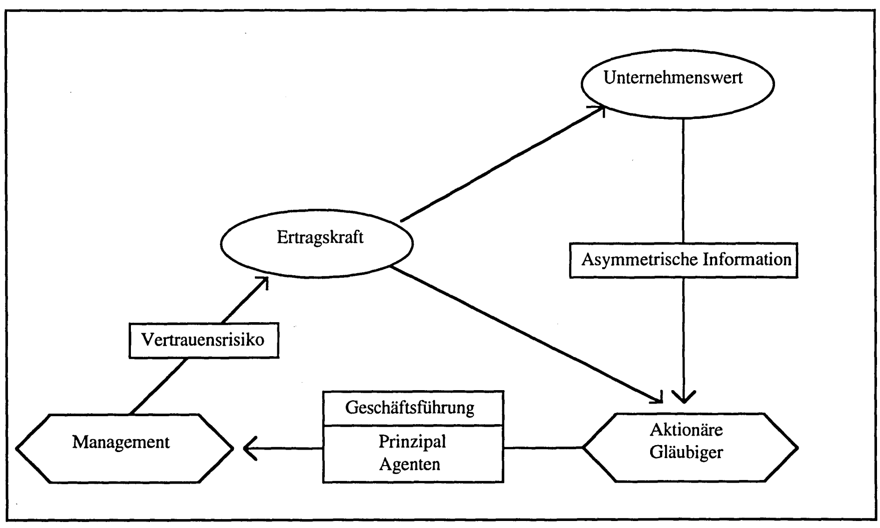


Abbildung 3: Unternehmensorientierte Betrachtung der traditionellen europäischen Finanzierung [Quelle: Loistl (1990), S.55]

362 Jacob (1993), S.107. Vgl. zu den im Zusammenhang mit der Bildung stiller Reserven maßgeblichen deutschen Rechnungslegungsvorschriften ebenda. Vgl. dazu ferner Piltz (1989), S.638ff.

Vgl. zur unterschiedlichen Bedeutung stiller Reserven in den USA und der Bundesrepublik Deutschland Lakshman (1993), S.488.

363 Albach (1994), S.274.

Gemäß einer Untersuchung von *Albach* aus dem Jahre 1992 nehmen Aktionäre in der Reihenfolge der verschiedenen Interessentengruppen den dritten Platz ein. Vgl. Albach (1992). Ungünstiger gestaltet sich die Situation der Aktionäre nach *Porter und Steiner*, denen zufolge die Aktionäre "unter allen Anspruchsgruppen an ein Unternehmen die am wenigsten berücksichtigte" sind. Porter; Steiner (1993), S.211.

Die sich in diesen Führungsgrundsätzen äußernde pluralistische Ausrichtung der Unternehmenspolitik im Zusammenhang mit der deutschen Sicht der Unternehmung als eigenständigem kollektiven Akteur[364] führt zum "Kriterium des Unternehmensinteresses ... als eigenständige[m] Kriterium der Konfliktlösung zwischen Ressourcenträgern"[365]. "Im Unternehmensinteresse verdichtet und symbolisiert sich generalklauselartig die Einheit und Selbständigkeit des Unternehmens als eines zielorientierten sozialen Systems."[366] Zum Unternehmensinteresse verschmelzen die Partikularinteressen verschiedener Interessentengruppen[367]. So spricht z.B. *Schilling* von der "Vorrangigkeit des Unternehmensinteresses" als dem "alle Mitglieder des Unternehmensverbandes vereinigende[n] Prinzip"[368].

Das Unternehmensinteresse als Handlungs- bzw. Konfliktlösungskriterium in deutschen Unternehmen ist in der Literatur[369] seit über siebzig Jahren wohldokumentiert. So finden sich z.B. Verweise auf ein sich aus der Bedeutung von (Groß-)Unternehmen für das Gemeinwesen ableitendes existentielles Unternehmensinteresse bereits in der berühmten Schrift *Walter Rathenaus* "Vom Aktienwesen - Eine geschäftliche Betrachtung"[370] aus dem Jahre 1918. Dort heißt es: "[D]ie Großunternehmung ist heute überhaupt nicht mehr lediglich ein Gebilde privatrechtlicher Interessen, sie ist vielmehr ... ein nationalwirtschaftlicher, der Gesamtheit angehöriger Faktor, der zwar aus seiner Herkunft ... noch die privatrechtlichen Züge des reinen Erwerbsunternehmens trägt, während er längst und in steigendem Maße öffentlichen Interessen dienstbar geworden ist und hierdurch sich ein neues Daseinsrecht geschaffen hat."[371] Und weiter: "Wenn heute die Generalversammlung der Deutschen Bank befindet, daß der innere

---

[364] Vgl. Jacob (1993), S.106. Vgl. Schilling (1971), S.169. Vgl. Teubner (1989), S.156ff.

[365] Teubner (1989), S.157.

Vgl. zum Unternehmensinteresse als Zielsystem Großmann (1980), S.87.

[366] Raiser (1981), S.39.

[367] Vgl. zu Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im deutschen Recht ausführlich Wiethölter (1961).

[368] Schilling (1971), S.165. Vgl. Raiser (1976), S.109 sowie S.114ff.

Vgl. zum Zusammenhang zwischen Unternehmensinteresse und allgemeinem gesellschaftlichen Interesse Rock (1990), S.172f.

Vgl. zur Unterordnung der Aktionärsinteressen unter das Unternehmensinteresse sowie zum Konzept des Unternehmensinteresses kritisch Adams (1990), S.246f. Vgl. ferner Rock (1990), S.179.

[369] Vgl. zum Unternehmensinteresse in der *Judikatur* Raiser (1976), S.102.

[370] Vgl. Rathenau (1918).

[371] Ebenda, S.38f.

Wert des Unternehmens den Kurswert erheblich übersteigt, daß es angesichts unsicherer Zeiten erwünscht sei, die Mittel zurückzuziehen, um sie etwa in Reichsanleihe anzulegen: wenn sie demgemäß mit Dreiviertelmehrheit beschließt, die Bank zu liquidieren, so ist der Beschluß privatrechtlich unantastbar. Es wird ein Liquidator ernannt, der das gewaltige Wirtschaftsgebäude zertrennt, die inländischen, ausländischen, überseeischen Niederlassungen auflöst, die Beteiligungen verkauft, die Beamten abfindet und entläßt, die Gebäude versteigert. Der Beschluß ist unanfechtbar, der Beschließende handelt in befugter Wahrnehmung erworbener Rechte, die Durchführung ist gesetzlich gesichert, ein Verlust an sichtbarem Vermögen der Nation findet nicht statt, vielleicht werden sogar Partikel des ideellen Vermögens gerettet, indem andere Banken diesen und jenen Organisationsteil im ganzen übernehmen: und dennoch bleibt dem preußischen Staat oder der Reichsregierung nichts übrig, als umgehend ein Sondergesetz zu erlassen, daß den Beschluß rückgängig macht oder seine Durchführung so regelt, daß das Unternehmen mit veränderten Besitzverhältnissen erhalten bleibt."[372]

Im Gefolge von *Rathenau* hat insbesondere *Netter* auf die Existenz eines Unternehmensinteresses und die diesbezüglich dienende Funktion von Kapital und Verwaltung hingewiesen[373]. "Nur aus dem Unternehmensinteresse kann die Verwaltung Rechte herleiten und an dieses Interesse ist sie durch ihre Treuepflicht gebunden. Auch der reine kapitalistische Einfluß ist so zu lenken, daß er dem Unternehmen, seiner Erhaltung und seiner Ertragsfähigkeit dient."[374]

Eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Problematik des Unternehmensinteresses findet sich bei *Raiser*[375]. Der Beitrag enthält neben einer zusammenfassenden Darstellung der Behandlung des Unternehmensinteresses in der Literatur insbesondere eine Inhaltsbestimmung des Begriffs "Unternehmensinteresse", die es erlaubt, "kasuistisch eine Fülle von Tatbeständen aufzuzählen, die das Unternehmensinteresse positiv oder negativ berühren"[376]: Das Unternehmensinteresse richtet sich u.a. auf die Selbsterhaltung und auf die Erfolgssicherung des Unternehmens. Eine Beeinträchtigung erfährt das Unternehmensinteresse insbesondere durch eine unzureichende Kapitalausstattung - hervorgerufen z.B. durch eine exzessive Ausschüttungspolitik an Aktionäre oder Belegschaft -, durch die Verfolgung einer an ausschließlich

---

372 Ebenda, S.39.

373 Vgl. Netter (1932), S.563ff.

374 Schilling (1971), S.161.

375 Vgl. Raiser (1976) mit weiteren Literaturverweisen. Vgl. hier und im folgenden ebenda, insbes. S.103ff.

376 Raiser (1976), S.105.

kurzfristigen Unternehmenszielen ausgerichteten Geschäftspolitik sowie durch den Verlust seiner wirtschaftlichen und rechtlichen Selbständigkeit[377]: "Die Fähigkeit, sich gegenüber existenzgefährdenden Umständen zu behaupten, gewinnt das Unternehmen in erster Linie durch ausreichende wirtschaftliche Reserven ... Sie setzt ferner eine Politik der Unternehmensspitze voraus, die auf lange Sicht angelegt ist und nicht um kurzfristiger Vorteile willen die Abwehrkräfte des Unternehmens gegenüber einem nachhaltigen Wandel seiner Existenzbedingungen aufs Spiel setzt. Zur Selbstbehauptung gehört nicht zuletzt das Bestreben, die wirtschaftliche und rechtliche Selbständigkeit aufrechtzuerhalten."[378]

Kritisch gegenüber der Konzeption des Unternehmensinteresses äußert sich demgegenüber *Großmann*[379]. Der Schwerpunkt der vorgetragenen Kritik richtet sich

- auf das Fehlen einer begründeten, operationalen Inhaltsbestimmung des Unternehmensinteresses sowie
- auf den Mangel an Operationalität des Begriffs "Unternehmensinteresse"[380].

Aus den angeführten Kritikpunkten erwächst nach *Großmann* (1) eine "aus der Vieldeutigkeit des Unternehmensinteresses resultierende Ideologiegefahr und (2) die praktische Unmöglichkeit, das Unternehmensinteresse im Sinne einer als Handlungsmaßstab operationalen Nutzenfunktion zu bestimmen, in der die unterschiedlichen Interessen integriert werden"[381].

Auf die im Zusammenhang mit der Fiktion des Unternehmensinteresses auftretende begriffliche Unbestimmtheit sowie auf Operationalisierungsprobleme weist auch *Brinkmann* hin[382]. Die Schlußfolgerung, aufgrund dieser Problematik auf die Formel vom Unternehmensinteresse zu verzichten, zieht *Brinkmann* jedoch explizit nicht: "Die Kritiker [der Formel vom Unternehmensinteresse] ... übersehen den Regelungsbedarf des Entscheidungssystems bzw. den

377 Vgl. zum Interesse des Unternehmens an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit Martens (1979), Hirte (1989), S.1238 sowie Rock (1990) mit weiteren Literaturverweisen.

378 Raiser (1976), S.107. Vgl. zu einer ausführlichen Darstellung weiterer das Unternehmensinteresse positiv bzw. negativ berührender Tatbestände ebenda, S.105. Diese Tatbestände sind im Kontext der vorliegenden Dissertation ohne Belang. Auf eine Darstellung ist daher verzichtet.

379 Vgl. Großmann (1980), S.87ff. Vgl. hier und im folgenden ebenda.

380 Vgl. ebenda, S.103f.

381 Großmann (1980), S.105. Vgl. ebenda, S.105ff.

382 Vgl. Brinkmann (1983), S.69. Vgl. hier und im folgenden ebenda, S.69ff.

Orientierungsbedarf für ein dieses Entscheidungssystem ordnendes Unternehmensrecht."[383] Dem Konstrukt des Unternehmensinteresses kommt in diesem Zusammenhang die Funktion zu, Kompetenzen, Verhaltenspflichten und das Zusammenwirken von Unternehmensorganen zu regulieren[384].

Aufgrund ihrer vergleichsweise hohen Operationalität wird im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit der Konzeption *Raisers*[385] gefolgt, der unter das Unternehmensinteresse

1. das Interesse an Selbsterhaltung,
2. das Interesse an Erfolgssicherung und Rentabilität sowie
3. das Interesse an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit

subsumiert[386]. Als dem Unternehmensinteresse *abträglich* werden hier und im folgenden dementsprechend

1. eine unzureichende Kapitalausstattung[387],
2. die Verfolgung einer ausschließlich an kurzfristigen Zielen orientierten Unternehmenspolitik sowie
3. der Verlust wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit

angesehen (s.o.).

Relevantes Konfliktlösungskriterium für das Management US-amerikanischer "Corporations"	**Relevantes Konfliktlösungskriterium für das Management deutscher Aktiengesellschaften**
Maximierung des Unternehmenswertes bzw. Verfolgung des "Shareholder-Value"-Ansatzes	Verfolgung des Unternehmensinteresses an - Selbsterhaltung, - Erfolgssicherung bzw. Rentabilität sowie - wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit

Tabelle 12: Gegenüberstellung der relevanten Konfliktlösungskriterien für Manager US-amerikanischer bzw. deutscher Aktiengesellschaften [Quelle: Eigenerstellung]

383 Brinkmann (1983), S.72.

384 Vgl. ebenda.

385 Vgl. Raiser (1976).

386 Vgl. Raiser, a.a.O., S.103ff. sowie die dort zitierte Literatur.

387 Vgl. dazu Jacob (1993), S.109.

Tabelle 12 stellt die den weiteren Ausführungen zugrunde liegenden, für Manager US-amerikanischer bzw. deutscher Aktiengesellschaften relevanten Konfliktlösungskriterien einander gegenüber.

Im folgenden, letzten Abschnitt dieses Kapitels werden die sich durch einen Erwerb eigener Aktien für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten:

1. Verringerung von "Shareholder Servicing"-Kosten durch Aktienrückkauf von Kleinaktionären,
2. Einflußnahme auf den Ausgang von Unternehmensübernahmeversuchen,
3. Einflußnahme auf den eigenen Börsenkurs sowie
4. Kapitalstrukturgestaltung

vor dem Hintergrund dieser Konfliktlösungskriterien ("Shareholder-Value"-Ansatz bzw. Unternehmensinteresse) analysiert.

4.1.6. Beurteilung der sich durch einen Erwerb eigener Aktien eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten vor dem Hintergrund der Maximierung des Unternehmenswertes bzw. der Formel vom Unternehmensinteresse

4.1.6.1. Erwerb eigener Aktien zwecks Beeinflussung des eigenen Aktionärskreises

4.1.6.1.1. Erwerb eigener Aktien zwecks Einsparung von "Shareholder Servicing"-Kosten

Die mit einer signifikanten Verkleinerung des Aktionärskreises einer Aktiengesellschaft einhergehenden "Shareholder Servicing"-Kosteneinsparungen führen ceteris paribus unmittelbar zu einer Steigerung der Residualgröße "Unternehmensgewinn". Ein Auskauf von Aktionären mit nur relativ geringem Anteilsbesitz wirkt sich insoweit positiv auf die Entwicklung des Unternehmenswertes aus. Signifikant ist der Einfluß derartiger Aktienrückkäufe auf den Unternehmenswert allerdings nicht[388].

Durch seinen positiven Einfluß auf den Unternehmensgewinn dient ein Erwerb eigener Aktien zwecks Einsparung von "Shareholder Servicing"-Kosten dem Unternehmensinteresse an

---

[388] Vgl. dazu die bei *Jensen und Smith* dokumentierte durchschnittliche Aktienkurssteigerung von lediglich 2 Prozent infolge eines Aktienrückkaufangebotes an Kleinaktionäre. Vgl. Jensen; Smith (1985), S.116.

Erfolgssicherung und Rentabilität. Die Einschränkung hinsichtlich der Signifikanz des Einflusses eines derartigen Erwerbs eigener Aktien auf Erfolg und Rentabilität einer Aktiengesellschaft gilt auch hier.

4.1.6.1.2. Erwerb eigener Aktien zwecks Beeinflussung des Ausgangs von Unternehmensübernahmeversuchen

In der Literatur gilt der Erwerb eigener Aktien als ein sehr wirkungsvolles Instrument zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmeversuche. So schreibt z.B. *Denis* Aktienrückkäufen, die angesichts einer konkreten Übernahmebedrohung durchgeführt werden, eine "high rate of success in maintaining target firm independence"[389] zu. Zu einer unmittelbaren Beseitigung einer bestehenden Übernahmebedrohung führt insbesondere der Rückkauf eines Aktienpakets von einem feindlichen Bieter[390]. Eine übernahmeverhindernde Wirkung hat auch ein angesichts einer konkreten feindlichen Übernahmebedrohung unterbreitetes öffentliches Aktienrückkaufangebot: "[T]arget management will almost always be able to structure a self-tender [offer] that defeats an interfirm bid."[391]

Im Zusammenhang mit der Frage, inwieweit eine Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmeversuche dem Aktionärsinteresse dient, stehen sich in Gestalt der "Managerial Entrenchment Hypothesis" und der "Stockholder Interest Hypothesis" zwei konfligierende Hypothesen gegenüber[392]. Gemäß der "Managerial Entrenchment Hypothesis" stellen Verteidigungsmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen Instrumente dar, die einer unfähigen oder zu Lasten ihrer Aktionäre Eigeninteressen verfolgenden Unternehmensleitung Schutz vor Entlassung bieten[393]. Folgt man demgegenüber der "Stockholder Interest Hypothesis", dient die Verteidigung gegen feindliche Übernahmen in erster Linie dem Aktionärsinteresse: Übernahmeabwehrinstrumente geben dem Management einer bedrohten Unternehmung Mittel in die

---

389 Denis (1990), S.1452. Vgl. ebenda, S.1433ff.

390 Vgl. Bradley; Rosenzweig (1986), S.1424. Vgl. Note (1985), S.1045.

391 Gordon; Kornhauser (1986), S.308.

392 Vgl. Mahoney; Mahoney (1993), S.19ff.

Die "Managerial Entrenchment Hypothesis" beruht auf Arbeiten u.a. von *Cary* und *Williamson*. Vgl. Cary (1969) sowie Williamson (1975), S.160f. Die "Stockholder Interest Hypothesis" geht auf *Grossman und Hart* zurück. Vgl. Grossman; Hart (1980). Vgl. ferner Dann; DeAngelo (1983), S.278f., DeAngelo; Rice (1983), S.330. Vgl. a. Ruback (1988), S.50ff.

393 *Martin und McConnell* weisen eine überdurchschnittliche Fluktuationsrate im Top-Management von Zielgesellschaften nach einem erfolgreichen öffentlichen Übernahmeangebot nach. Dieses Ergebnis gilt gleichermaßen für freundliche wie für feindliche Übernahmen. Vgl. Martin; McConnell (1991), S.672.

Hand, im Rahmen von Übernahmeverhandlungen einem Aufkäufer ein für die Aktionäre der Zielgesellschaft möglichst günstiges Gebot abzuringen. "The ... hypothesis is that antitakeover provisions benefit stockholders, perhaps by extracting greater payment in exchange for corporate control."[394].

Empirische Tests der "Managerial Entrenchment"- bzw. der "Stockholder Interest"-Hypothese untersuchen die Auswirkungen der Bekanntgabe einer geplanten Ergreifung von Übernahmeabwehrmaßnahmen auf die Aktienkurse der jeweils betreffenden Unternehmung[395]. In diesem Zusammenhang ist davon auszugehen, daß ein infolge einer Bekanntgabe von Übernahmeabwehrinstrumenten steigender Aktienkurs eines Unternehmens, d.h. eine positive Interpretation der Verteidigungsanstrengungen durch den Kapitalmarkt als Beleg für die "Stockholder Interest"-Hypothese zu werten ist. Umgekehrt stützen eventuell zu beobachtende Kursrückgänge die "Managerial Entrenchment"-Hypothese[396]. Sämtliche im folgenden zitierten empirischen Untersuchungen beziehen sich auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt[397;398].

Während sich auf Zeiträume vor 1980 beziehende empirische Untersuchungen keine signifikanten Kursreaktionen infolge der Einführung von Übernahmeabwehrmaßnahmen ergeben[399], weisen jüngere Studien signifikante Kursrückgänge der die Abwehrmaßnahmen ergreifenden Aktiengesellschaften nach[400]. "The negative stockholder reactions to corporate charter amendments appear to have increased over time, thus resolving the mixed empirical

394 DeAngelo; Rice (1983), S.329.

395 Vgl. zu einer ausführlichen Beschreibung der angewandten Meßmethodik Linn; McConnell (1983), S.374ff. Vgl. ferner Jarrell; Poulsen (1987), S.140f.

396 Vgl. Linn; McConnell (1983), S.363. Vgl. ferner Note (1985), S.1051 sowie Copeland; Weston (1988), S.738.

397 Notwendige Bedingung für die Aussagefähigkeit der durchgeführten Tests ist die Annahme halbstrenger Informationseffizienz des betrachteten Kapitalmarktes. Vgl. Mahoney; Mahoney (1993).

398 "One can argue that the tests are biased against the managerial entrenchment hypothesis because the proposal of antitakeover amendments may signal an increased probability that the firm will be approached with a merger or tender offer. The presumption here is that managers (with private information) who assess an increased probability of merger or tender offer are more likely to propose defensive charter amendments. Since stockholders in acquired firms typically earn large abnormal returns, any such signal should impart an upward bias to the announcement return. This strengthens our interpretation of the evidence in support of the managerial entrenchment hypothesis ..." DeAngelo; Rice (1983), S.355.

399 Vgl. z.B. die zitierten Untersuchungen von DeAngelo; Rice (1983) sowie Linn; McConnell (1983).

400 Vgl. Jarrell; Poulsen (1987), Dann; DeAngelo (1988), McWilliams (1990) sowie Mahoney; Mahoney (1993).

Quelle	Test-zeitraum	Stichprobenumfang	Untersuchungsergebnis
DeAngelo; Rice (1983)	1974-1979	100 an der New York Stock Exchange (NYSE) bzw. American Stock Exchange (AMEX) notierte Aktiengesellschaften	Statistisch nicht-signifikanter Kursrückgang; schwache Unterstützung für die "Managerial Entrenchment"-Hypothese; eindeutige Ablehnung der "Stockholder Interest"- Hypothese
Linn; McConnell (1983)	1960-1980	398 NYSE-notierte Unternehmen, die im Beobachtungszeitraum insgesamt 475 Übernahmeabwehrmaßnahmen ergriffen haben	Nicht-signifikante positive Aktienkursreaktionen; schwache Unterstützung für die "Stockholder Interest"-Hypothese; Ablehnung der "Managerial Entrenchment"-Hypothese
Jarrell; Poulsen (1987)	1979-1985	649 börsennotierte Aktiengesellschaften	Signifikant negative Kursentwicklung infolge der Bekanntgabe von Übernahmeabwehrmaßnahmen; Unterstützung für die "Managerial Entrenchment"-Hypothese und Widerlegung der "Stockholder Interest"-Hypothese
Dann; DeAngelo (1988)	1962-1983	33 an der NYSE bzw. AMEX notierte Aktiengesellschaften, die während des Untersuchungszeitraums in 39 Fällen Verteidigungsmaßnahmen zur Abwehr eines konkret vorliegenden feindlichen Übernahmeangebotes ergriffen haben	Signifikanter Aktienkursrückgang; Unterstützung der "Managerial Entrenchment"-Hypothese und Widerlegung der "Stockholder Interest"-Hypothese
McWilliams (1990)	1980-1984	325 an der NYSE, AMEX oder im Freiverkehr (OTC) gehandelte Aktiengesellschaften, die während des betrachteten Zeitraums insgesamt 763 Übernahmeabwehrmaßnahmen ergriffen haben	Negative Aktienkursreaktion
Mahoney; Mahoney (1993)	1974-1988	409 an NYSE-, AMEX- bzw. im Freiverkehr (OTC) notierte Aktiengesellschaften	Signifikanter Aktienkursrückgang infolge von Übernahmeabwehrmaßnahmen; Unterstützung für die "Managerial Entrenchment"-Hypothese und Widerlegung der "Stockholder Interest"-Hypothese

Tabelle 13: Empirische Untersuchungen zur "Managerial Entrenchment"- bzw. "Stockholder Interest"- Hypothese [Quelle: Eigenerstellung]

evidence reported in previous articles."[401] Signifikante Aktienkursrückgänge sind insbesondere auch für - sich regelmäßig auf die Abwehr feindlicher Übernahmeangebote richtende - paketweise Rückkäufe eigener Aktien von Großaktionären dokumentiert[402].

Die "Stockholder Interest"-Hypothese kann auf der Grundlage der vorliegenden Tests als widerlegt angesehen werden[403]. Die bislang vorliegenden empirischen Arbeiten zur Überprüfung der einer Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen zugrundeliegenden Motive stützen vielmehr die Hypothese, daß Übernahmeabwehrinstrumente hauptsächlich zur Ausschaltung des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen ergriffen werden.

Neben den zitierten empirischen Untersuchungen sprechen auch für Manager bestehende Anreizstrukturen *gegen* die "Stockholder Interest"- und *für* die "Managerial Entrenchment"-Hypothese: "If managers fail to resist a takeover, *they* often lose their jobs, while their defeat of a lucrative offer from a corporate raider can be very costly to *shareholders*"[404].

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß der Kapitalmarkt Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Unternehmensübernahmeversuche - und damit auch einen auf die Abwehr einer feindlichen Übernahme gerichteten Erwerb eigener Aktien - als durch Managementinteressen motiviert betrachtet. *Dem Ziel der Maximierung des Unternehmenswertes laufen derartige Aktienrückkäufe zuwider.*

---

401 Mahoney; Mahoney (1993), S.27.

Als Erklärungen für diese Beobachtung kommen in Frage: (1.) Lerneffekte von Aktionären bezüglich der sie betreffenden Konsequenzen von Übernahmeabwehrmaßnahmen, (2.) strukturelle Veränderungen im "Market for Corporate Control", insbesondere ein verstärkter Wettbewerb um Zielgesellschaften und damit einhergehend eine abnehmende Bedeutung von Verteidigungsmaßnahmen zwecks Erzielung eines höheren Verkaufspreises, (3.) zunehmender Einfluß institutioneller Anleger, die annahmegemäß die Konsequenzen unternehmerischer Entscheidungen zuverlässiger zu beurteilen vermögen als der durchschnittliche Kleinaktionär sowie (4.) eine tatsächliche Änderung des Übernahmeabwehrmaßnahmen zugrundeliegenden Managementmotivs. Vgl. Mahoney; Mahoney, a.a.O., S.26. Vgl. ferner Kesner; Dalton (1985).

402 Vgl. Jensen; Smith (1985), S.116.

403 Vgl. insbes. Jarrell; Poulsen (1987) sowie Dann; DeAngelo (1988). Vgl. ferner DeAngelo; Rice (1983) sowie Mahoney; Mahoney (1993), S.26. Zur Widerlegung der "Stockholder Interest Hypothesis" läßt sich auch die Beobachtung heranziehen, daß Manager von Zielgesellschaften i.d.R. keinerlei Anstrengungen unternehmen, für die Aktionäre ihres Unternehmens ein möglichst hohes Übernahmeangebot zu erzielen. Vgl. Dann; DeAngelo (1988), S.88. Wörtlich formuliert *Bebchuk*: "Management may well use its power not to bargain for a higher premium, but rather either to avoid a takeover altogether or to extract personal benefits from the offeror in return for abstaining from blocking." Bebchuk (1982), S.1039. Kursiv im Original. Vgl. ferner ders., a.a.O., S.1054f.

404 Shleifer; Vishny (1986), S.293. Kursiv nicht im Original.

Ein differenzierteres Bild ergibt sich vor dem Hintergrund des Unternehmensinteresses als Beurteilungsmaßstab für eine Übernahmeabwehr durch Aktienrückkäufe:

Einerseits erleichtern Verteidigungsmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeversuche einer Aktiengesellschaft die Bewahrung ihrer wirtschaftlichen und rechtlichen Unabhängigkeit. In dieser Hinsicht dient ein Erwerb eigener Aktien dem Unternehmensinteresse.

Andererseits beeinträchtigt ein Erwerb eigener Aktien zwecks Abwehr einer feindlichen Übernahme das Unternehmensinteresse an Selbsterhalt[405], an Erfolgssicherung und Rentabilität, sofern "ein Mitglied der Geschäftsleitung, das sich nicht bewährt, abberufen werden soll, dieses aber die ihm zur Verfügung stehenden Machtmittel [z.B. einen Erwerb eigener Aktien] nutzt, seine Stellung zu behaupten"[406]. Aufgrund des Kollegialitätsprinzips, das Vorstand und Aufsichtsrat einer deutschen Aktiengesellschaft prägt, erscheinen die für ein einzelnes Organmitglied bestehenden diesbezüglichen Möglichkeiten im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien allerdings beschränkt.

4.1.6.2. Erwerb eigener Aktien zwecks Beeinflussung des eigenen Börsenkurses

Im Hinblick auf die unternehmerische Zielsetzung "Maximierung des Unternehmenswertes" eröffnet ein Erwerb eigener Aktien durch seinen Einfluß auf den Börsenkurs der den Rückkauf tätigenden Aktiengesellschaft ihrem Finanzmanagement eine (zusätzliche) Möglichkeit zur Zielerreichung.

Vor dem Hintergrund der Formel vom Unternehmensinteresse ergibt sich hinsichtlich der sich im Rahmen von Aktienrückkäufen für ein Unternehmen eröffnenden Einflußnahmemöglichkeiten auf den eigenen Börsenkurs folgendes Bild:

1. Grundsätzlich schützt eine hohe Börsenbewertung eine Aktiengesellschaft vor feindlichen Übernahmeangeboten und damit vor einem Verlust ihrer wirtschaftlichen und rechtlichen Selbständigkeit.

---

405 Auf die Bedeutung einer effizienten Unternehmensleitung für das Unternehmensinteresse insbesondere an *Selbsterhaltung* weist schon *Rathenau* hin: "Ein Wirtschaftsunternehmen, und sei es das stärkste, wird bei falscher Leitung im Laufe weniger Jahre niederbrechen." Rathenau (1918), S.19.

406 Raiser (1976), S.110.

2. Daneben fördert eine Einflußnahmemöglichkeit auf den eigenen Börsenkurs das Interesse einer Aktiengesellschaft an Selbsterhaltung durch Gewährleistung einer soliden Eigenkapitalausstattung: Im Rahmen einer Eigenkapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt ermöglicht ein hoher Börsenkurs die Erzielung eines entsprechend hohen Agios für neu zu emittierende Aktien. Ceteris paribus verbilligt sich mit steigendem realisierbaren Agio der Eigenkapitalkostensatz gegenüber den Fremdkapitalkosten. Daraus resultiert eine verstärkte Nachfrage von Unternehmen nach Eigenkapital.

Eine Einflußnahmemöglichkeit auf ihren eigenen Börsenkurs erscheint für deutsche Aktiengesellschaften unter dem Gesichtspunkt externer Eigenkapitalbeschaffung insbesondere aufgrund des sich in deutschen Rechnungslegungsvorschriften manifestierenden Gläubigerschutzprinzips interessant: Für deutsche Aktiengesellschaften maßgebliche Rechnungslegungsvorschriften führen zwangsweise zum Entstehen stiller Reserven[407], die ihrerseits wiederum tendenziell zu einer Unterbewertung deutscher Aktiengesellschaften durch den Kapitalmarkt beitragen[408].

4.1.6.3. Erwerb eigener Aktien zwecks Kapitalstrukturvariation

"Optimal leverage is that capital structure which is associated with the minimum average cost of capital and hence with the maximum market value of equity and debt outstanding."[409] Bei Existenz einer optimalen Kapitalstruktur erlaubt eine Variation des Fremdkapital-/ Eigenkapitalverhältnisses einer Unternehmung eine Einflußnahme auf seine gesamten Kapitalkosten und damit auf seinen Marktwert[410].

Die vertragsorientierte, neo-institutionalistische Finanzierungstheorie bietet verschiedene Erklärungsansätze für die Existenz einer optimalen Kapitalstruktur[411]. Diese verschiedenen Ansätze sehen in der Kapitalstruktur eines Unternehmens insbesondere ein Instrument

---

407 Vgl. Jacob (1993), S.107.

408 Vgl. zur Unterbewertung deutscher Aktiengesellschaften durch den Kapitalmarkt insbes. aufgrund der Existenz stiller Reserven Nolte; Leber (1991), S.576.

409 Baxter (1967), S.395. Vgl. Jensen; Warner (1988), S.7.

410 Vgl. Friedman (1985), S.10.

411 Eine umfassende Darstellung der neo-institutionalistischen Kapitalstrukturtheorie findet sich bei *Harris und Raviv*. Vgl. Harris; Raviv (1991).

1. zur Minimierung der Steuerlast einer Aktiengesellschaft[412],
2. zur Milderung von Interessenskonflikten zwischen Aktionären und Managern (Agency-Ansatz)[413],
3. zur Übermittlung von Informationen an den Kapitalmarkt (Informationsasymmetrie-Ansatz)[414] sowie
4. zur Minimierung von Transaktionskosten[415].

Eine Unternehmenspolitik, die auf die Maximierung des Unternehmenswertes ausgerichtet ist, verlangt von Finanzmanagern einer Aktiengesellschaft eine vollständige Ausschüttung von im Vergleich zum Zustand einer optimalen Kapitalstruktur überschüssiger Liquidität[416]. Vor diesem Hintergrund stellt der Erwerb eigener Aktien ein dem Unternehmensziel "Maximierung des Unternehmenswertes" förderliches Finanzmanagementinstrument dar, da er eine Ausschüttung dieser Liquidität ermöglicht.

Grundlegend anders ist ein Erwerb eigener Aktien zwecks Kapitalstrukturvariation im Hinblick auf seinen Einfluß auf das Unternehmensinteresse zu bewerten: Die Ausschüttung von temporär nicht benötigter Liquidität verbietet sich vor dem Hintergrund einer langfristig ausgerichteten Geschäftspolitik deutscher Aktiengesellschaften. So resümiert *Jacob* unter Bezugnahme auf die in der Kapitalflußrechnung des Konzerns "Siemens Welt" für das Jahr 1988 ausgewiesene Liquidität in Höhe von 24 Milliarden DM:

"Diese Liquidität ist nicht ausschüttungsfähig, da nicht kurzfristiger Natur, sondern für die erfolgreiche Entwicklung des Konzerns lebensnotwendig: als strategische Liquiditätsreserve.

Vom neoklassischen Modell des vollkommenen Kapitalmarktes und der sich daraus ergebenden Irrelevanz der Kapitalstruktur eines Unternehmens für seinen Marktwert ist hier und im folgenden abstrahiert. Vgl. dazu grundlegend Modigliani; Miller (1958). Vgl. zur Kritik an den Prämissen des vollkommenen Kapitalmarktes Schmidt (1986), S.236f. Vgl. dazu ferner Albach (1989), S.623.

412 Vgl. z.B. Modigliani; Miller (1958), S.293ff. Vgl. dies. (1963). Vgl. Miller (1977). Vgl. Gutenberg (1980), S.220. Vgl. Schneider (1990), S.227ff. Vgl. Swoboda (1991), S.46ff. Vgl. Wöhe (1991) sowie Rose (1992).

Vgl. zum Einfluß von Steuern auf den Kapitalkostenverlauf ferner Gutenberg (1980), S.218ff., Auerbach (1985), Stiglitz (1988) und MacKie-Mason (1990).

413 Vgl. grundlegend Jensen; Meckling (1976).

414 Vgl. dazu ausführlich unten: Kapitel 4.2. dieser Arbeit.

415 Vgl. insbes. Williamson (1988).

416 Vgl. Jacob (1993), S.109. Vgl. hier und im folgenden ebenda.

Der Vorstand des Unternehmens macht sich damit unabhängig von der Fähigkeit und/ oder dem Willen der Aktionäre, strategische Investitionen durch Kapitalerhöhungen zum Bedarfszeitpunkt zu finanzieren. Nach der Prinzipal-Agenten-Theorie ist dieser "Cash Mountain" ein Freibrief für opportunistisches Verhalten. Der Vorstand hingegen würde ihn als für das Interesse der juristischen Person, des Corporate actor, unabdingbar bezeichnen - und dieses Interesse der Gesellschaft würde im Streitfalle gegenüber einem Aktionärsinteresse ("Shareholder Value") nach deutschem Aktienrecht obsiegen."[417]

Tabelle 14 stellt den Einfluß der sich durch einen Erwerb eigener Aktien eröffenenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten auf den Unternehmenswert bzw. das Unternehmensinteresse zusammenfassend dar.

4.1.7. Zusammenfassung

Eine theoretische Analyse des Erwerbs eigener Aktien vor dem Hintergrund US-amerikanischer bzw. deutscher Unternehmensverfassung führt aufgrund unterschiedlicher für Entscheidungsträger in Unternehmen maßgeblicher Kriterien zur Konfliktlösung zwischen Ressourcenträgern: Maximierung des Unternehmenswertes bzw. Verfolgung des Unternehmensinteresses zu einer für die USA und Deutschland teilweise unterschiedlichen Beurteilung der sich durch Aktienrückkäufe für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten.

Die sich im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien für Unternehmen eröffnenden Möglichkeiten zu einer Verkleinerung des eigenen Aktionärskreises sowie zur Beeinflussung des eigenen Börsenkurses können sowohl dem Ziel der Maximierung des Unternehmenswertes als auch der Verfolgung des Unternehmensinteresses dienen. Demgegenüber treten hinsichtlich einer Einflußnahme auf den Ausgang von feindlichen Unternehmensübernahmeversuchen sowie auf die Kapitalstruktur einer Unternehmung deutliche Bewertungsunterschiede vor dem Hintergrund von Unternehmenswertmaximierung bzw. Unternehmensinteresse zutage:

- Die Abwehr einer feindlichen Übernahme führt zu einem Kursrückgang der Aktien der Zielgesellschaft. Der Börsenwert der Zielgesellschaft wird durch die Vereitlung eines feindlichen Übernahmeversuchs dementsprechend beeinträchtigt. Demgegenüber wird das Unternehmensinteresse durch einen auf die Abwehr einer feindlichen Übernahme gerichteten Erwerb eigener Aktien gefördert: Ein derartiger Aktienrückkauf dient der

---

417 Jacob (1993), S.109. Absatz und sämtliche Parenthesen im Original.

Aufrechterhaltung der wirtschaftlichen und rechtlichen Selbständigkeit einer Aktiengesellschaft.

Finanzierungspolitische Gestaltungsmöglichkeiten durch Aktienrückkäufe	**Einfluß des Erwerbs eigener Aktien auf den Unternehmenswert**	**Einfluß des Erwerbs eigener Aktien auf das Unternehmensinteresse**
Auskauf von Kleinaktionären	**positiv:** Kosteneinsparungen führen zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes	**positiv:** Kosteneinsparungen begünstigen das Unternehmensinteresse an Erfolgssicherung und Rentabilität
Einflußnahme auf den Ausgang von Unternehmensübernahme-versuchen	**negativ:** Ergreifung von Übernahmeabwehrmaßnahmen reduziert den Unternehmenswert	**positiv:** Möglichkeit zur Abwehr feindlicher Übernahmeversuche fördert das Unternehmensinteresse an Aufrechterhaltung wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit
Beeinflussung des eigenen Börsenkurses	**positiv:** Beeinflussung des eigenen Börsenkurses trägt unmittelbar zur Maximierung des Unternehmenswertes bei	**positiv:** Hoher Börsenkurs schützt grundsätzlich vor feindlichen Übernahmen und damit vor Verlust wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit Einflußnahmemöglichkeit auf den eigenen Börsenkurs fördert ceteris paribus Eigenkapitalfinanzierung und damit das Unternehmensinteresse an der Gewährleistung einer soliden Eigenkapitalausstattung
Kapitalstrukturmanagement	**positiv:** Erwerb eigener Aktien ermöglicht durch Ausschüttung temporär nicht benötigter Liquidität eine Erhöhung des "Shareholder-Value"	**negativ:** Temporär nicht benötigte Liquidität stellt eine strategische Reserve dar, die im Unternehmensinteresse nicht ausschüttungsfähig ist

Tabelle 14: Einfluß des Erwerbs eigener Aktien auf den Unternehmenswert bzw. das Unternehmensinteresse [Quelle: Eigenerstellung]

- Die Kapitalstrukturpolitik einer Aktiengesellschaft orientiert sich vor dem Hintergrund einer Maximierung des Unternehmenswertes *ausschließlich* an Kapitalkostenkalkülen. Neben diese Orientierung an Kapitalkostenkalkülen tritt im Rahmen von Kapitalstrukturentscheidungen aus deutscher Sicht der Aspekt, die Aktiengesellschaft durch Vorhaltung

einer strategischen Kapitalreserve im Interesse ihrer Zukunftssicherung einer Abhängigkeit von externer Eigenkapitalbeschaffung möglichst zu entbinden.

Die herausgearbeiteten Ergebnisse beruhen auf einer theoriegeleiteten Analyse des Erwerbs eigener Aktien. In der unternehmerischen Finanzierungs*praxis* hängt die für Manager deutscher Aktiengesellschaften bestehende Möglichkeit, Finanzierungsentscheidungen vor dem Hintergrund ihrer Auswirkungen auf das Unternehmensinteresse zu treffen, maßgeblich von der Funktionsfähigkeit des deutschen Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen ab: Ein funktionsfähiger "Market for Corporate Control" zwingt die Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft tendenziell zu einer Ausrichtung ihrer Geschäftspolitik auf die Interessen der Aktionäre. Diese Aktionärsinteressen stehen nicht notwendigerweise mit dem Unternehmensinteresse in Einklang.

Die Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrecht in deutschen Unternehmen ist Gegenstand der Untersuchungen von Kapitel 5 dieser Arbeit. Die Analyse der Funktionsfähigkeit dieses Marktes führt zu einer Antwort auf die Frage, ob die im vorliegenden Kapitel gewonnenen theoretischen Ergebnisse Rückschlüsse auf ein im Falle einer Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland zu erwartendes tatsächliches Aktienrückkaufverhalten deutscher Finanzmanager zulassen.

4.2. Erwerb eigener Aktien vor dem Hintergrund der Informationseffizienz des Kapitalmarktes

Asymmetrische Informationsverteilung[418] zwischen Käufern und Verkäufern bezüglich der Qualität zu handelnder Güter kann zu Marktversagen führen. *Akerlof* hat als erster auf diesen Zusammenhang hingewiesen und am Beispiel des Marktes für gebrauchte Automobile verdeutlicht[419]. Ein derartiges Marktversagen infolge von Qualitätsunsicherheit[420] ist heilbar, sofern informierten Marktteilnehmern Instrumente zur Informationsweitergabe, d.h. zur Beseitigung der Informationsasymmetrie zur Verfügung stehen.

Asymmetrische Informationsverteilung ermöglicht den über einen Informationsvorsprung verfügenden Marktteilnehmern, ihr monopolistisches Wissen zum Schaden weniger umfassend informierter Dritter auszubeuten, sofern letzteren die vorliegende Informationsasymmetrie nicht bewußt ist[421] bzw. sofern Entscheidungen und Verhalten der Inhaber monopolistischer Information für andere Marktteilnehmer nicht beobachtbar sind[422].

Informations*symmetrie* in dem Sinne, daß alle Individuen stets über ein vollkommen identisches Faktenwissen verfügen, ist *v. Hayek*[423] zufolge aufgrund der "unavoidable imperfection of man´s knowledge"[424] unerreichbar: "[T]he knowledge of the circumstances of

---

418 Unter einer "Information Structure" verstehen *Copeland und Weston* "a message about various events which may happen". Copeland; Weston (1988), S.332. *Hirshleifer und Riley* definieren "Information" als "one of a known set of possible *messages* m = (1,...,M) that in general will lead to a revision of probability beliefs. And thus in turn, to a possible revised choice of action." Hirshleifer; Riley (1979), S.1394. Kursiv im Original.

"Asymmetrische Information" liegt vor, sofern "von zwei kooperierenden Partnern ... der eine besser informiert [ist] als der andere". Spremann (1990), S.562. Den Begriff "Asymmetrische Information" konkretisieren *Barnea, Haugen und Senbet*: Asymmetrische Information "does not imply that management has better, or more, information than the market, but that it possesses some information that is valuable but unavailable to the market without which the market cannot identify the true nature of the project before it is undertaken". Barnea; Haugen; Senbet (1985), S.38.

419 Vgl. Akerlof (1970), insbes. S.489ff.

420 Vgl. Jacob; Förster (1989), S.16ff. Vgl. a. Spremann (1988), S.613. Vgl. ferner Hartmann-Wendels (1989), S.714ff.

421 Vgl. Möhlmann (1993), S.76 sowie die dort angegebene Literatur.

422 Vgl. Myers; Majluf (1984).

423 Vgl. v. Hayek (1945).

424 V. Hayek, a.a.O., S.530.

which we must make use never exists in concentrated or integrated form, but solely as the dispersed bit of incomplete and frequently contradictory knowledge which all the separate individuals posses."[425]

Informationssymmetrie kann lediglich dergestalt hergestellt werden, daß es einen für alle Marktteilnehmer beobachtbaren numerischen Index gibt, "in which all relevant information is concentrated"[426]. Diese Index-Funktion schreibt *v. Hayek* dem Preismechanismus zu[427]. Als Indiz für den Grad der auf einem Markt herrschenden Informationssymmetrie kann insoweit das Ausmaß, in dem die jeweiligen Marktpreise verfügbare Informationen reflektieren, gelten[428]: "Allgemein ist zu fragen, welcher Teil der vorhandenen Information auf diese Weise durch den Markt übermittelt werden kann."[429]

Die nachstehenden Ausführungen untersuchen die Auswirkungen verschiedener Aktienrückkaufmethoden auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten. Dazu analysiert der folgende Abschnitt zunächst die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten auf der Grundlage der Theorie der Informationseffizienz des Kapitalmarktes. Ziel der Darstellung ist es, das Ausmaß evtl. vorhandener Informationsasymmetrie zwischen verschiedenen Kapitalmarktteilnehmern herauszuarbeiten. Im Anschluß daran werden mögliche Konsequenzen asymmetrischer Informationsverteilung auf Kapitalmärkten sowie Möglichkeiten zur Heilung von Informationsasymmetrie dargestellt. Diese Ausführungen sollen die Relevanz der Informationsproblematik im Rahmen von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen - und damit die Bedeutung eines möglichen Einflusses von Aktienrückkäufen auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten - verdeutlichen.

---

425 V. Hayek, a.a.O., S.519.

426 V. Hayek, a.a.O., S.525.

427 Vgl. a. Hirshleifer; Riley (1979), S.1410 und S.1412. Vgl. ferner Franke; Hax (1990), S.315f.

428 Vgl. Fama (1970). Vgl. ferner Grossman (1976), S.573f.

429 Hellwig (1982), S.2. Vgl. zum Ablauf des Informationstransferprozesses durch Marktpreise ebenda, S.2f.

4.2.1. Informationseffizienz des Kapitalmarktes

Im Rahmen der vorliegenden Dissertation wird der Kapitalmarkt als "Markt aller Finanztitel ..., die einerseits Sparer und Investor verbinden und andererseits Finanzierungsmittel bzw. Vermögenskontrakte zum Handelsgegenstand haben"[430] verstanden.

Mit der Frage nach dem Ausmaß der Umsetzung von Informationen in Wertpapierpreise durch den Kapitalmarkt hat sich die Literatur intensiv auseinandergesetzt[431]. Einen Meilenstein dieses Forschungszweiges bildet der richtungweisende Aufsatz von *Eugene F. Fama* "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work"[432] aus dem Jahre 1970[433].

Den "Idealzustand" eines informationseffizienten Marktes beschreibt *Fama* wie folgt: "[T]he ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms´ activities under the assumption that security prices at any time ´fully reflect´ all available information."[434] Einen Markt, "in which prices ´fully reflect´ all available information"[435], nennt *Fama* "effizient"[436]. Dieses Begriffsverständnis *Famas* hat u.a. die deutschsprachige Literatur maßgeblich geprägt. So schreiben beispielsweise *Neumann und Klein*: "Märkte werden als (informations-)effizient bezeichnet, wenn zu jedem Zeitpunkt in den Preisen sämtliche objektiv verfügbaren Informationen vollständig und richtig verarbeitet sind."[437] Nach *Möller* ist ein Markt als informationseffizient

---

430 Jacob; Förster (1989), S.15.

431 Vgl. insbesondere Fama (1970) sowie ders. (1991). Vgl. ferner z.B. Hirshleifer; Riley (1979), Stiglitz (1981), Neumann; Klein (1982), LeRoy (1989) und Lundholm (1991).

432 Vgl. Fama (1970).

433 Vgl. Möhlmann (1993), S.47ff.

434 Fama (1970), S.383. Parenthese im Original.

435 Fama, a.a.O.

436 Vgl. Fama (1970). Vgl. ders. (1991), S.1575.

Einem von der Terminologie *Famas* teilweise abweichenden Begriffsverständnis folgt z.B. *Stiglitz*: Nach *Stiglitz* sind Märkte genau dann informationseffizient, wenn sie (1.) korrekte Anreize zur Beschaffung von Information bieten, wenn (2.) die Marktpreise die verschiedenen Marktteilnehmern zur Verfügung stehenden Informationen widerspiegeln und wenn (3.) Unternehmen in der Lage sind, ihre Erfolgsaussichten potentiellen Investoren zu signalisieren. Vgl. Stiglitz (1981), S.237.

437 Neumann; Klein (1982), S.165. Parenthese im Original.

anzusehen, "wenn sich Informationen, die für die Entscheidung der Marktteilnehmer relevant sind, unverzüglich und vollständig in den Preisen niederschlagen"[438]. Ähnlich definiert *Süchting*: "Ein Aktienmarkt ist ein effizienter Markt, wenn Gleichgewicht in dem Sinne herrscht, daß die Kurse den "inneren Wert" (intrinsic value) der gehandelten Gesellschaften wiedergeben. Es gibt keine Informationsvorsprünge einzelner Anleger, durch deren Ausnutzung sie Kursgewinne erzielen könnten; vielmehr reflektieren die Kurse zu jedem Zeitpunkt und in vollständigem Umfang alle Informationen über die Gesellschaft."[439]

Im Vergleich zum theoretischen Konstrukt des vollkommenen Kapitalmarktes ist das Begriffsverständnis vom informationseffizienten Kapitalmarkt weniger restriktiv gefaßt: Ein informationseffizienter Kapitalmarkt ist im Gegensatz zu einem vollkommenen Kapitalmarkt mit positiven Transaktionskosten, Marktzutrittsbeschränkungen sowie Informationsbeschaffungskosten vereinbar[440].

4.2.1.1. Zusammenhang zwischen Informationseffizienz und der Allokationsfunktion des Kapitalmarktes

Eine wesentliche Aufgabe des Kapitalmarktes liegt in der Allokation von Konsumverzicht und Risikoübernahme[441] dergestalt, daß der Kapitalmarkt ein Optimum an verfügbarem Kapital für Investitionszwecke mobilisiert und zugleich dieses Kapital an die Stellen höchster Effektivität - unter Berücksichtigung von Risiken - leitet[442]. Ein Kapitalmarkt, der seine Allokationsfunktion vollständig erfüllt und damit den "Einsatz ökonomischer Ressourcen auf wirkungsvollste Weise"[443] gewährleistet, ist aus gesamtwirtschaftlicher Sicht allokationseffizient[444]. Auf einem

---

438 Möller (1985), S.500. Vgl. ähnlich Schneider (1990), S.459.

439 Süchting (1989), S.332. Alle Parenthesen im Original.

440 Vgl. Copeland; Weston (1988), S.331.

441 Vgl. Jacob; Förster (1989), S.15.

442 Vgl. Häuser (1976) in: Büschgen (1976), S.1059. Vgl. zu weiteren Aufgaben des Kapitalmarktes ebenda.

Vgl. zur Allokationsfunktion des Kapitalmarktes ferner z.B. Möller (1985), S.500ff. sowie Möhlmann (1993), S.47.

443 Samuelson; Nordhaus (1985), S.671. Vgl. ferner Krause-Junk; v. Oehsen (1982), S.707 sowie Andel (1990), S.383ff.

444 Vgl. z.B. Samuelson; Nordhaus (1985), S.449. Vgl. dies. (1985a), S.93 sowie ebenda, S.100f. Vgl. Loistl (1990), S.66. Vgl. ferner Franke; Hax (1990), S.292 sowie Möller (1985), S.500ff.

allokationseffizienten Kapitalmarkt entsprechen die Grenzkosten für Kapital seinem für alle realisierten Investitionsprojekte - unter Berücksichtigung ihres jeweiligen Risikos - einheitlichen[445] Grenzertrag[446].

Allokationseffizienz ist ein Attribut des vollkommenen Kapitalmarktes[447], bezeichnet demzufolge einen Idealzustand, von dem sich die beobachtbare Realität mehr oder minder weit entfernt[448]. Zur Erklärung der komplexen Realität ist der Begriff "Allokationseffizienz" daher nicht unmittelbar geeignet. Der Idealzustand eines allokationseffizienten Kapitalmarktes kann jedoch als "theoretischer Referenzpunkt"[449] dienen, z.B. im Rahmen der Beurteilung zweier Umweltzustände S_1 und S_0 dahingehend, in welchem der beiden Umweltzustände ein betrachteter, real existierender Kapitalmarkt seine Allokationsfunktion in stärkerem Maße erfüllt[450]. Abweichungen vom Kapitalallokationsoptimum resultieren aus Friktionen des Kapitalmarktes, insbesondere aus asymmetrischer Informationsverteilung, aus Transaktionshemmnissen (in Gestalt der Kosten einer Transaktion sowie der zu ihrer Realisierung erforderlichen Zeit) sowie aus Steuern[451].

Notwendige Voraussetzung dafür, daß der Kapitalmarkt seiner Allokationsfunktion gerecht wird, ist, daß Wertpapierpreise stets vollständig sämtliche für Kapitalmarktteilnehmer relevanten Informationen widerspiegeln: "[E]ine optimale Allokation knapper Ressourcen [setzt] ein vollständiges und richtiges Berücksichtigen sämtlicher objektiv vorhandener Information

---

Der Effizienzbegriff ist in der Kapitalmarkttheorie nicht eindeutig belegt. So unterscheidet z.B. *Loistl* im Rahmen seiner Ausführungen zur Kapitalmarkteffizienz dreizehn unterschiedliche Inhalte des Effizienzbegriffs. Vgl. Loistl (1990), S.63ff. *Gerke und Rapp* gebrauchen im Rahmen ihrer Suche nach Determinanten effizienter Börsenmärkte fünf verschiedene Inhalte des Begriffs "Effizienz". Vgl. Gerke; Rapp (1994), S.10ff.

445 Vgl. Copeland; Weston (1988), S.330.

446 Vgl. Samuelson; Nordhaus (1985a), S.99.

447 Vgl. Copeland; Weston (1988), S.331. Vgl. a. Möhlmann (1993), S.47.

Vgl. zu Konzeption und Prämissen des vollkommenen Kapitalmarktes Franke; Hax (1990), S.104. Vgl. ferner z.B. Copeland; Weston (1988), S.331, Süchting (1989), S.334f., ebenda, S.312 sowie Schneider (1992), S.118.

448 Vgl. dazu z.B. im Rahmen einer Kritik der neoklassischen Finanzierungstheorie Schmidt (1988), S.244ff. Vgl. hier und im folgenden ebenda.

449 Schmidt (1988), S.245.

450 Vgl. zur Konzeption Schmidt, a.a.O., S.248ff., insbes. S.249.

451 Vgl. Hartmann-Wendels (1986), S.18ff. Vgl. a. Gerke; Rapp (1994), S.10ff.

voraus."[452] Von den von *v. Hayek*[453] betrachteten Gütermärkten unterscheiden sich Kapitalmärkte in diesem Zusammenhang insbesondere dadurch, daß die gehandelten Güter, d.h. Wertpapiere "nicht wegen ihrer unmittelbaren Verwendungsmöglichkeiten nachgefragt werden, sondern wegen der Erträge, die sie abwerfen"[454]. Die einer Kauf- bzw. Verkaufsentscheidung zugrundeliegenden Präferenzen sind auf Wertpapiermärkten nicht exogen vorgegeben, sondern leiten sich aus den einem Wertpapier zugeschriebenen Ertragserwartungen ab. Besondere Relevanz für die Anlageentscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer fällt somit Informationen bezüglich der *Ertragsaussichten und des Risikos* von Wertpapieren bzw. dem Ausmaß von deren Umsetzung in Wertpapierpreise durch den Kapitalmarkt zu[455].

4.2.1.2. Formen des Informationseffizienzniveaus des Kapitalmarktes

Seit *Fama*[456] unterscheidet die Literatur drei Formen der Hypothese zur Informationseffizienz des Kapitalmarktes[457]. Die Unterscheidung beruht auf jeweils unterschiedlichen Annahmen bezüglich des Umfangs der sich in Wertpapierkursen auf dem Kapitalmarkt widerspiegelnden Informationen.

1. Die *schwache Form* ("weak form") der Informationseffizienzhypothese postuliert, daß die aktuellen Marktpreise sämtliche Informationen über das Marktgeschehen in der Vergangenheit reflektieren: "[T]he information set is just historical prices."[458] Schwache Informationseffizienz besagt, daß es keinem Marktteilnehmer möglich ist, von einer Kursprognose, die sich auf in der Vergangenheit beobachtete Kursverlaufsmuster

---

452 Neumann; Klein (1982), S.165. Vgl. Franke; Hax (1990), S.293 und S.331. Vgl. ferner Möller (1985), S.501. Vgl. a. Möhlmann (1993), S.47.

453 Vgl. v. Hayek (1945). Vgl. dazu oben: Gliederungspunkt 4.2.

454 Hellwig (1982), S.2.

455 Vgl. Hellwig, a.a.O.

456 Vgl. hier und im folgenden Fama (1970), S.388ff. Vgl. ferner Hirshleifer; Riley (1979), S.1413f., Neumann; Klein (1982) S.166ff., Schneider (1990), S.462ff. sowie Franke; Hax (1990), S.316ff.

457 Vgl. Götz (1990), S.19. Vgl. ferner Möller (1985), S.503. "The literature is now so large that a full review is impossible, and is not attempted here." Fama (1991), S.1575.

458 Fama (1970), S.383.

gründet zu profitieren. "[T]here is no way to outsmart the stockmarket by detecting patterns of price movement in the historic record."[459]

2. Die *halbstrenge Form* ("semi-strong form") der Informationseffizienzhypothese besagt, daß alle öffentlich zugänglichen Informationen, z.B. Presseberichte, Jahresabschlüsse, etc ... in den aktuellen Marktpreisen verarbeitet sind. Die halbstrenge Form schließt somit die schwache Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese mit ein. Trifft die Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halbstrengen Form zu, verspricht die Analyse öffentlich verfügbarer Informationen keinen Nutzen für Kapitalanlageentscheidungen.

3. Die *strenge Form* ("strong form") der Informationseffizienzhypothese fordert schließlich, daß die Preise auf dem Kapitalmarkt jederzeit "any information relevant for price formation"[460] widerspiegeln. Diese Forderung impliziert, daß z.B. Aktienkurse selbst die Informationen reflektieren, die ausschließlich von Unternehmensinsidern, z.B. dem Vorstand[461] gehalten werden. Eine Ausnutzung monopolistischen Wissens durch Insider zulasten weniger umfassend informierter Kapitalmarktteilnehmer ist in einem der strengen Form der Effizienzhypothese genügenden Kapitalmarkt unmöglich[462]. Für den einzelnen Investor erübrigt sich auf einem in strenger Form informationseffizienten Kapitalmarkt jegliche Auswertung von Information[463]. Die strenge Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese schließt sowohl ihre halbstrenge als auch ihre schwache Form mit ein.

"Bei der Informationseffizienz [des Kapitalmarktes] handelt es sich [infolgedessen] um einen relativen Begriff, dessen Inhalt davon abhängt, welche Informationen als relevant erachtet werden."[464]

---

459 Hirshleifer; Riley (1979), S.1413.

460 Fama (1970), S.383.

461 *Schneider* verdeutlicht den Aussagegehalt strenger Informationseffizienz anhand folgenden Beispiels: "Der Vorstandsvorsitzende einer Erdölgesellschaft, der als erster von einer fündigen Erdölbohrung eines seiner Bohrtrupps erfährt, kann nicht mehr an diesem Wissen verdienen, als der taube Opa, der erst ein Vierteljahr später im Einwickelpapier eines Krämers hierüber liest." Schneider (1990), S.462.

462 Vgl. Copeland; Weston (1988), S.332. Vgl. Givoly; Palmon (1985), S.69.

463 Vgl. Möller (1985), S.500f.

464 Möller (1985), S.503.

In einem späteren Aufsatz führt *Fama* eine von seiner ursprünglichen Begriffsbildung abweichende Terminologie ein: Anstelle von 1. "weak-form efficiency", 2. "semi-strong-form efficiency" und 3. "strong-form efficiency" spricht *Fama* von 1. "tests for return predictability" , 2. "event studies" bzw. 3. "tests for private information"[465]. Andere bzw. zusätzliche Kriterien zur Typisierung von Information sind denkbar: "Eine Neuformulierung des Fama-Ansatzes durch Einführung des Kriteriums der **Grenzkosten der Informationsbeschaffung** entwickeln Neumann und Klein"[466]:

Wie *Fama* klassifizieren auch *Neumann und Klein* Informationen in drei Gruppen. Als ihrem Ansatz zugrunde liegendes Klassifikationskriterium dienen die Grenzkosten der Informationsbeschaffung. Sämtliche Nachrichten - d.h. nicht nur vergangene Kursdaten, wie noch im Modell von *Fama* - , die über öffentliche Medien allgemein bekanntgegeben werden, sind für alle Marktteilnehmer annahmegemäß zu Grenzkosten von Null verfügbar. *Neumann und Klein* sprechen in diesem Zusammenhang von "zentral veröffentlichte[n] Informationen"[467]. Sofern diese Art von Information vollständig in den Wertpapierkursen verarbeitet ist, liegt schwache Informationseffizienz des Kapitalmarktes vor. Ein zweite Gruppe, "dezentral veröffentlichte Informationen"[468], ist zwar öffentlich verfügbar, ihre Beschaffung nimmt jedoch für einige Marktteilnehmer Ressourcen in Anspruch. Beispiele sind Geschäftsberichte und von Banken oder anderen Informationsdiensten erstellte Markt- bzw. Kursanalysen, die gegen ein Honorar erhältlich sind. Reflektieren die Preise am Kapitalmarkt auch derartige dezentral veröffentlichten Informationen, gilt der Kapitalmarkt als in starker Form informationseffizient. Insiderwissen, in der Terminologie von *Neumann und Klei*n "vorübergehend monopolisierte Informationen"[469], ist für außenstehende Marktteilnehmer auch unter beliebig hohem Ressourcenaufwand nicht verfügbar. Die Grenzkosten der Informationsbeschaffung gehen in diesem Fall gegen unendlich. Im Zeitverlauf werden Insiderinformationen allerdings öffentlich bekannt, sei es durch marktübliche Handlungen oder durch absichtliche Veröffentlichung durch interessierte Insider. Sofern sämtliche, d.h. auch vorübergehend monopolisierte Informationen in den

---

465 Fama (1991). Vgl. dazu ausführlich ebenda.

466 Jacob; Förster (1989), S.30. Hervorhebung im Original. Vgl. ebenda, S.30f. Vgl. Neumann; Klein (1982).

467 Neumann; Klein (1982), S.171.

468 Ebenda.

469 Ebenda.

Wertpapierpreisen auf dem Kapitalmarkt verarbeitet sind, liegt vollkommene Informationseffizienz vor[470].

Der Grad der Informationseffizienz eines Kapitalmarktes wird bestimmt durch die Fähigkeit von Marktteilnehmern, Fehlbewertungen von Wertpapieren durch den Kapitalmarkt zu erkennen und durch geeignete Börsentransaktionen zu beseitigen: "Capital market efficiency relies on the ability of arbitrageurs to recognize that prices are out of line and to make a profit by driving them back to an equilibrium value consistent with available information."[471]

4.2.1.3. Empirische Tests der Informationseffizienzhypothese

Die Frage nach der Informationseffizienz des Kapitalmarktes läßt sich ausschließlich im Rahmen empirischer Untersuchungen beantworten. Empirische Arbeiten zur Informationseffizienz des Kapitalmarktes basieren i.d.R. auf der Konzeption *Famas*[472]. Grundlage derartiger Untersuchungen sind diverse Preisbildungsmodelle des Kapitalmarktes, d.h. Modelle, die die Preisveränderung eines Wertpapiers zwischen zwei Zeitpunkten t und t+1 beschreiben[473].

Die Überprüfung einer wissenschaftlichen Hypothese anhand eines theoretischen Modells führt zu einem im Zusammenhang mit einem Test verbundener Hypothesen auftretenden Aussagedilemma: Sofern beobachtete Börsenkurse den Kursprognosen eines unterstellten Preisbildungsmodells widersprechen, läßt sich die zugrundeliegende Ursache dafür nicht zweifelsfrei ermitteln. Drei verschiedene Interpretationen sind in diesem Fall möglich:

---

470 Vgl. Neumann; Klein (1982), S.170ff. Vgl. Götz (1990), S.18ff. Vgl. ferner Möller (1985), der sich bei der Überprüfung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes daran orientiert, ob Informationsstandsänderungen im Rahmen einer Effizienzhypothese Berücksichtigung finden oder nicht. Vgl. ebenda, S.503ff.

471 Copeland; Weston (1988), S.352.

472 Vgl. Fama (1970). Vgl. Möhlmann (1993), S.53.

473 Zu den bedeutendsten Preisbildungsmodellen am Kapitalmarkt zählen das Martingal- bzw. Submartingal-Modell, das Marktmodell, das Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM), Random-Walk-Modelle sowie Zufallspfad-Modelle. Eine ausführliche Darstellung dieser Modelle findet sich bei Möller (1985), S.500ff. Vgl. ferner Möhlmann (1993), S.56ff. Vgl. zu Methodik, Problematik und Ergebnissen der Basismodelle empirischer Informationseffizienztests ausführlich Götz (1990), S.23ff. Vgl. ferner Neumann; Klein (1982), S.166ff sowie Möhlmann (1993), S.53ff. Eine Zusammenfassung früherer empirischer Untersuchungen liefert Fama (1970), S.388ff.

Empirische Untersuchungen zur Kapitalmarkteffizienz beschränken sich i.d.R. aus Gründen der Datenverfügbarkeit auf Aktienmärkte. Vgl. Möller (1985), S.500. Eine Ausnahme von dieser Regel stellt eine Arbeit von *Bußmann* dar, der das Effizienzniveau des Marktes für öffentliche Anleihen in Deutschland untersucht. Vgl. Bußmann (1989).

- Entweder trifft das zugrundegelegte Modell zu und der Markt ist *nicht* informationseffizient,
- oder der Markt *ist* informationseffizient, das verwendete Modell hingegen falsch[474], oder
- der Markt ist weder informationseffizient noch trifft das unterstellte Preisbildungsmodell zu.

"Empirisch gestützte Aussagen über die Informationseffizienz realer Kapitalmärkte lassen sich [daher] ... nur gewinnen, wenn man die Richtigkeit eines Preisbildungs- oder Kapitalmarktmodells als methodologische Vorentscheidung annimmt und darüber hinaus von der Relevanz bestimmter Informationen ausgeht."[475] Im folgenden sind Ergebnisse empirischer Tests der Informationseffizienzhypothese für den deutschen und den US-amerikanischen Kapitalmarkt kurz zusammengefaßt.

Für den *deutschen* Aktienmarkt findet die Hypothese der *schwachen* Informationseffizienz umfangreiche Unterstützung[476]: Die vorliegenden empirischen Untersuchungen zur Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes legen die Folgerung nahe, daß im Zeitverlauf zwar Abhängigkeiten zwischen Kursänderungen einer Aktie bestehen, diese aber aufgrund ihres geringen Ausmaßes keine gewinnbringenden Kapitalmarkttransaktionen ermöglichen[477]. Die Gültigkeit auch *halbstrenger Informationseffizienz* für den deutschen Aktienmarkt zu unterstellen, erscheint vor dem Hintergrund der vorliegenden empirischen Untersuchungen[478] nicht gerechtfertigt[479]. Zwar haben positive Veränderungen von veröffentlichten Erfolgsmaßen

---

474 Vgl. Fama (1991), S.1575f. und S.1589.

475 Möller (1985), S.504. Vgl. Schneider (1990), S.461f.

476 Vgl. u.a. Grünwald (1980), S.209, Franke (1985), S.177 sowie Schneider (1990), S.463. Zu einem abweichenden Ergebnis gelangt allerdings *Götz*, der für den deutschen Kapitalmarkt zeigt, daß systematische Schwankungen im Kursverlauf aufgrund technischer Informationen festzustellen, d.h. prognostizierbar sind. Vgl. Götz (1990), S.192ff. Die der Untersuchung zugrundeliegende Stichprobe umfaßt allerdings nur 15 deutsche Aktiengesellschaften und beschränkt sich auf den Zeitraum vom 1. Januar 1986 bis zum 30. Dezember 1987. Vgl. Götz, a.a.O.

477 Vgl. Mühlbradt (1978), S.256. Vgl. ferner Grünwald (1980), S.212.

478 Vgl. Coenenberg; Möller (1979), Sahling (1981), Bühner; Möller (1985) sowie Möller (1986).

479 Vgl. Möhlmann (1993), S.66.

So fragt *Albach*: [W]arum ist der deutsche Kapitalmarkt trotz aller gesetzgeberischen Anstrengungen immer noch kein effizienter Markt ?" Albach (1994), S.273.

sowie von Dividenden Einfluß auf deutsche Aktienrenditen, d.h. sie führen zu einer entsprechenden Reaktion des Aktienkurses eines Unternehmens[480]. Andererseits "ist weder ersichtlich, daß die Informationen vollständig verarbeitet wurden, noch daß die Preiswirkung unverzüglich stattfindet"[481]. Die *strenge Form* der Kapitalmarkteffizienzhypothese wird i.d.R. in Form eines Vergleichs der von Insidern erzielten Kapitalanlagerendite mit der Entwicklung des Wertpapiermarktes insgesamt getestet[482]. Den Ausgangspunkt der Überlegungen bildet die Frage, welche Kapitalmarktteilnehmer in der Lage sein könnten, aufgrund eines überlegenen Informationsstandes kontinuierlich bessere Renditen zu erzielen als der Kapitalmarkt insgesamt[483]. Da die strenge Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese auch die halbstrenge Form einschließt, letztere für den deutschen Kapitalmarkt aber abgelehnt wird, kann auch die strenge Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese für den deutschen Aktienmarkt als widerlegt gelten.

Für den *US-amerikanischen* Kapitalmarkt sind zahlreiche empirische Tests zur *halbstrengen Form* der Kapitalmarkteffizienzhypothese dokumentiert[484]. Untersuchungsgegenstand dieser Tests sind die Preiswirkungen von Informationsstandsveränderungen: Aussagen zur Hypothese der Preiswirkung von Informationsstandsänderungen bedingen eine Analyse des Zusammenhangs zwischen Börsenkursen und der Veröffentlichung von für die Anlageentscheidung von Kapitalmarktteilnehmern mit Sicherheit relevanten Informationen. Zu diesen Informationen gehören Erfolgsmaße, wie z.B. Jahresüberschuß und Bilanzgewinn, sowie Informationen über zukünftiges Ertrags*potential* und Ertrags*risiko* einer Aktiengesellschaft. Von einer Gültigkeit der halbstrengen Kapitalmarkteffizienzhypothese ist für die USA auszugehen. Dies impliziert, daß die Kurse US-amerikanischer Wertpapierbörsen stets unverzüglich sämtliche öffentlich zugänglichen Informationen reflektieren. Abzulehnen ist hingegen auch für den US-amerikanischen Aktienmarkt die *strenge Form* der Informationseffizienzhypothese[485], nicht zuletzt aufgrund der auf *Scholes*[486] zurückgehenden Erkenntnis, daß insbesondere Unternehmensinsider monopolistischen Zugang zu Informationen über ihr Unternehmen

480 Vgl. dazu die zusammenfassende Darstellung bei Coenenberg (1983). Vgl. dazu auch die Arbeit von Albach (1971).

481 Möller (1985), S.514.

482 Vgl. Finnerty (1976). Vgl. ausführlich Fama (1991), S.1603ff.

483 Vgl. Möhlmann (1993), S.75.

484 Vgl. z.B. Fischer; Jordan (1983), S.483 und Levy; Sarnat (1984), S.682.

485 Vgl. insbes. Fama (1991). Vgl. ferner ders. (1970), S.415. Vgl. ferner Jaffe (1974), Finnerty (1976), beide mit weiteren Literaturverweisen, sowie Seyhun (1986).

486 Vgl. Scholes (1969).

besitzen[487]. "Als empirische Hypothese ist die strenge Informationseffizienz sicher falsch."[488] Dies konzediert auch *Fama*: "Since there are surely positive information and trading costs, the extreme version of the market efficiency hypothesis is surely false. ... Corporate insiders have private information that is not fully reflected in prices."[489]

4.2.2. Konsequenzen mangelnder Informationseffizienz von Kapitalmärkten

Nicht-vollständige Informationseffizienz eines Kapitalmarktes führt zu einer asymmetrischen Informationsverteilung hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften börsennotierter Wertpapiere zwischen Manager-Insidern[490] einerseits und unternehmensexternen Kapitalmarktteilnehmern andererseits. Diese Art von Informationsasymmetrie beeinflußt die für Insider bestehenden Verhaltensanreize und beeinträchtigt gleichzeitig die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes. So unterscheiden *Stiglitz und Weiss* im Zusammenhang mit Informationsasymmetrie auf Kapitalmärkten zwischen einem "adverse selection effect" und einem "incentive effect" asymmetrischer Informationsverteilung[491]:

- Insider erhalten bei Vorliegen von Informationsasymmetrie Gelegenheit, ihre Insiderinformation zulasten weniger umfassend informierter Marktteilnehmer auszunutzen: Insider können durch Börsenhandelsaktivitäten in den Wertpapieren ihres Unternehmens -

---

487 So auch *Note*: "Directors know more about their firms than outsiders do." Note (1985), S.1050.

Ein weiteres Argument gegen die strenge Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese beruht auf dem Vorhandensein von "Noise" [Übersetzungsvorschlag: "Rauschen"] auf Kapitalmärkten. Diese Überlegungen gehen auf *Black* (1986) zurück. *Black* definiert "Noise" im Zusammenhang mit Kapitalmärkten durch eine Abgrenzung vom Begriff "Information". Demzufolge sind unter "Noise" etwa unwahre Sachverhalte bzw. Gerüchte zu verstehen. "[N]oise is the arbitrary element in expectations." Black, a.a.O., S.529. Kapitalmarktteilnehmer gründen ihr Handeln neben Informationen auch auf "Noise". Dies führt dazu, daß Wertpapierkurse neben Informationen in gewissem Maße auch "Noise" widerspiegeln. Dies beeinträchtigt den Informationsgehalt der Notierungen. "Noise causes markets to be somewhat inefficient." Black, a.a.O., S.529. Vgl. a. Grossman; Stiglitz (1980), S.393f.

488 Schneider (1990), S.462.

489 Fama (1991), S.1575ff.

490 Hier und im folgenden sollen unter "Insidern" alle Wirtschaftssubjekte zu verstehen sein, die über monopolistisches Wissen über ein Unternehmen verfügen und gleichzeitig unmittelbar Einfluß auf die Finanzierungsentscheidungen der betreffenden Gesellschaft ausüben (können).

491 Vgl. Stiglitz; Weiss (1981), S.393. Vgl. ferner zum "incentive effect" z.B. Lee; Mikkelson; Partch (1992) und zum "adverse selection effect" z.B. Myers; Majluf (1984).

Insidertrading - ihr Einkommen steigern und dadurch ihren persönlichen Nutzen erhöhen ("incentive effect")[492].

- Die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes wird dadurch beeinträchtigt, daß es bei Informationsüberlegenheit von Managern gegenüber dem Kapitalmarkt für Investoren nicht möglich ist, Qualitätsunterschiede zwischen Wertpapieren verschiedener Emittenten auszumachen. Die Erfolgsaussichten eines Unternehmens im Vergleich zu Konkurrenten, insbesondere die Qualität der einem Unternehmen offenstehenden Investitionsmöglichkeiten sind für Kapitalgeber nicht erkennbar. Sofern es Insidern nicht möglich ist, Informationen bezüglich der Erfolgsaussichten ihres Unternehmens glaubhaft an den Kapitalmarkt weiterzugeben, werden alle Gesellschaften am Markt zu einem Durchschnittspreis bewertet ("adverse selection effect")[493]. Dieser Preisdurchschnitt führt zu einer Überbewertung schlechter und zu einer Unterbewertung guter Unternehmen[494]. Derartige Fehlbewertungen am Kapitalmarkt können (1) Unterinvestition, (2) die Bevorzugung von Investitionsprojekten mit kurzer Payback-Phase, (3) eine Verfolgung kurzfristiger Geschäftsstrategien zulasten langfristiger Gewinnmaximierung - die englischsprachige Literatur spricht in diesem Zusammenhang von "Managerial Myopia"[495] - , (4) Überinvestitionen sowie (5) eine Kreditrationierung auf Fremdkapitalmärkten hervorrufen[496]:

  ad (1):

  Zu einem *Unterinvestitionsproblem* kann es nach *Myers und Majluf*[497] immer dann kommen, wenn zur Realisation eines Investitionsprojektes eine Eigenkapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktionäre erforderlich ist. Angesichts der am Kapitalmarkt bei Informationsasymmetrie herrschenden Durchschnittsbewertung sehen sich erfolgreiche Unternehmen gezwungen, Aktien-Neuemissionen zu einem deren tatsächlichen Wert unterschreitenden Preis zu begeben[498], mit der Konsequenz, daß eine

---

492 Vgl. Lee; Mikkelson; Partch (1992).

493 "Securities can be lemons too." Myers; Majluf (1984), S.196. Vgl. Akerlof (1970). Vgl. ferner Miller (1987), S.39.

494 Diese Problematik wurde zuerst von *Leland und Pyle* modelliert. Vgl. Leland; Pyle (1977), insbes. S.371.

495 Vgl. z.B. Jensen (1988), S.25f. Vgl. ferner Jarrell; Brickley; Netter (1988), S.55 sowie Stein (1988), S.61ff.

496 Die Darstellung folgt Fröhls (1995). Vgl. hier und im folgenden ebenda.

497 Vgl. Myers; Majluf (1984). Vgl. ferner Myers (1984).

498 Vgl. Myers (1984), S.583.

Kapitalerhöhung zu einem Wohlfahrtstransfer von den bisherigen Aktionären an die Käufer der Neuemission führt. Ein im Interesse seiner "Altaktionäre" handelndes Management wird unter diesen Umständen auf alle Investitionen verzichten, deren positiver Kapitalwert nicht hoch genug ist, die den Altaktionären entstehenden Vermögensnachteile aus der Kapitalerhöhung zu überkompensieren[499].

ad (2):

Aufgrund der geschilderten Bewertungsproblematik bei Aktienneuemissionen sind Unternehmen bestrebt, externes Eigenkapital durch alternative Finanzierungsmittel, z.B. Fremdkapital oder einbehaltene Gewinne zu substituieren. Um sich von externen Kapitalquellen unabhängiger zu machen, kann es im Interesse von Unternehmen liegen, Investitionen mit vergleichsweise *kurzer Payback-Phase* gegenüber solchen mit langem Payback zu favorisieren[500].

ad (3):

Asymmetrische Informationsverteilung auf dem Kapitalmarkt kann Manager dazu zwingen, *auf die Optimierung langfristigen Geschäftserfolgs zugunsten kurzfristiger Gewinne zu verzichten.* Diese sog. "Managerial Myopia"-Hypothese[501] beruht auf der Annahme, der Kapitalmarkt orientiere sich bei Unternehmensbewertungen hauptsächlich an GuV-Zahlen und könne in diesem Zusammenhang kurzfristige Unternehmensgewinne zuverlässiger bewerten als langfristige Unternehmenserfolge[502].

ad (4):

Zu *Überinvestition* kann es bei asymmetrischer Information kommen, sofern nichterfolgreiche Unternehmen in Projekte mit negativem Kapitalwert investieren, mit dem

---

499 Vgl. zu Erweiterungen und Verallgemeinerungen des Modells von *Myers und Majluf* z.B. Lucas; McDonald (1990) und Thakor (1993).

500 Vgl. Thakor (1993), S.460.

501 Vgl. Stein (1988), S.61ff. Die "Managerial Myopia"-Hypothese wird im Rahmen der Diskussion um die ökonomischen Effekte von Unternehmensakquisitionen insbesondere von Kritikern feindlicher Unternehmensübernahmen vorgetragen. Vgl. z.B. Lipton (1979), S.101ff. Vgl. ferner Scherer (1988), S.78ff.

502 Vgl. Jarrell; Brickley; Netter (1988), S.55.

Ziel, sich dem Kapitalmarkt als erfolgreiches Unternehmen darzustellen und auf diese Weise Eigenkapital zu überhöhten Preisen zu verkaufen[503].

ad (5):

Sofern Gläubiger nur unvollkommen über erwartete Erträge und Risiken der von Kreditnehmern realisierbaren Investitionsprojekte informiert sind, ergibt sich ein Problem adverser Selektion aus der Bereitschaft von potentiellen Schuldnern, relativ hohe Kreditzinssätze zu akzeptieren: Die Bereitschaft von Schuldnern, sich zu für sie schlechten Konditionen zu verschulden, steigt mit sinkender Kreditrückzahlungswahrscheinlichkeit[504]. *Kreditrationierung auf Fremdkapitalmärkten* ist die Folge: Unternehmen werden nur dann noch Fremdkapital erhalten, wenn sie sich potentiellen Kreditgebern gegenüber glaubhaft zur Verfolgung einer die Kreditrückzahlung gewährleistenden Investitionspolitik verpflichten können[505].

4.2.3. Heilung mangelnder Informationseffizienz auf Kapitalmärkten durch "Signalling"

Angesichts der aus ungleicher Verteilung von Information auf Kapitalmärkten resultierenden negativen Allokationswirkungen stellt sich die Frage, inwieweit Managern Instrumente zur Weitergabe ihrer Insiderinformation an den Kapitalmarkt zur Verfügung stehen bzw. auf welche Weise Insider ihre monopolistische Information dem Kapitalmarkt "signalisieren" können. Die Beantwortung dieser Fragen ist Gegenstand der *Theorie des Signalling*[506].

Die Signalling-Theorie schreibt jeder für Dritte beobachtbaren Variable, die der Beeinflussung durch Unternehmensinsider unterliegt, einen Informationsgehalt zu, unabhängig davon, ob dieser Variable bzw. ihrer Veränderung seitens von Insidern eine Signalfunktion zugedacht ist oder nicht[507]. Demzufolge üben sämtliche von Insidern getroffenen Investitions- und

503 Vgl. z.B. Narayanan (1988), S.47, Heinkel; Zechner (1990), S.3ff. sowie John; Mishra (1990), S.835ff.

504 Vgl. Hax; Hartmann-Wendels; v. Hinten (1989), S.710.

505 Vgl. Stiglitz; Weiss (1981), S.393ff.

506 Die Theorie des Signalling geht auf *Spence* zurück, der die Konsequenzen asymmetrischer Informationsverteilung auf Arbeitsmärkten untersucht. Vgl. Spence (1973).

507 Vgl. Spence (1973), S.357.

Finanzierungsentscheidungen Einfluß auf die Wertpapierpreisbildung am Kapitalmarkt aus: "When asymmetric information prevails, signal[l]ing is inherent in any decision made by the firm based on underlying parameters."[508] Aufgrund dieses Zusammenhangs ist es Manager-Insidern möglich, durch Auswahl geeigneter Investitions- und Finanzierungsentscheidungen[509] eine aktive Informationspolitik zu betreiben und so z.B. den Börsenwert ihres Unternehmens zu steigern bzw. die beschriebenen Probleme asymmetrischer Information[510] zu mildern.

Die Realisierung einer Finanzierungsmaßnahme durch ein rational handelndes Management ist insbesondere davon abhängig, ob der Ertrag bzw. positive Nutzen aus der jeweiligen Maßnahme die im Rahmen ihrer Realisierung anfallenden Kosten übersteigt. Informationsweitergabe durch für den Kapitalmarkt beobachtbare Finanzierungsentscheidungen verursacht genau dann Kosten, wenn zur "Produktion" eines Signals Ressourcenaufwand - z.B. in Form von Transaktionskosten - erforderlich ist, oder wenn eine Signalling-Aktivität zu einer gesamtwirtschaftlich suboptimalen Ressourcenallokation bzw. -verteilung und damit zu Wohlfahrtsverlusten[511] führt[512]. "Those costs, however, need not be deliberate waste as, say, in the potlatch ceremonies of the Kwakiutl Indians, whose chiefs signaled their wealth by burning their blankets."[513] Vielmehr steht ihnen gegebenenfalls ein "Ertrag" in Form einer Milderung der beschriebenen negativen Allokationswirkungen asymmetrischer Information gegenüber[514].

---

508 Talmor (1981), S.413.

509 Im Verhältnis zu Investitionsentscheidungen findet die Finanzierungspolitik von Unternehmen - d.h. die Passivseite der Unternehmensbilanz - in der Signalling-Literatur größere Beachtung. Als bedeutendste Signalling-Parameter sind *auf der Finanzierungsseite* die Kapitalstruktur einer Unternehmung [vgl. z.B. Ross (1977) sowie Harris; Raviv (1991), S.325ff.] sowie die unternehmerische Dividendenpolitik [vgl. insbes. Bhattacharya (1979), ders. (1980), John; Williams (1985) sowie Brickley (1983)] zu nennen. Beispiele für informationsübermittelnde *Investitionsentscheidungen* sind der Erwerb eigener Aktien [vgl. z.B. Masulis (1980), Dann (1981), Vermaelen (1981), Comment; Jarrell (1991) sowie Howe; He; Kao (1992)] sowie der Versuch der Übernahme eines anderen Unternehmens [vgl. z.B. Bagnoli; Khanna (1992), S.1905].

510 Vgl. dazu das vorhergehende Kapitel 4.2.2.

511 "[A]s Riley [vgl. Riley (1979)] reminds us, cost in economics is opportunity cost; and cost in that sense will be incurred whenever the desire to signal leads the decision maker to adopt policies differing from those that would have been optimal in a full-information world where all the cards were on the table." Miller (1987), S.40. Vgl. Leland; Pyle (1977), S.372.

512 Vgl. Spence (1973), S.358. Die Literatur spricht im Zusammenhang mit kostenverursachenden Signalling-Aktivitäten von "Dissipativem Signalisieren". Entsprechend bezeichnet der Begriff "Nichtdissipatives Signalisieren" kostenlose Signalling-Aktivitäten [vgl. Hartmann-Wendels (1990), S.233] bzw. Signalling-Aktivitäten, deren Erträge ihre Kosten überkompensieren [vgl. Spremann (1991), S.652]. Vgl. Swoboda (1991), S.197f.

513 Miller (1987), S.39.

514 Vgl. Spremann (1991), S.645ff., insbes. S.652.

Tabelle 15 stellt beispielhaft die mit den Signalling-Instrumenten Kapitalstruktur, Dividendenhöhe und Erwerb eigener Aktien jeweils verbundenen Signalling-Kosten dar.

Signalling-Instrument	**Signalling-Kosten**
Kapitalstruktur	• Erhöhte Kapitalkosten, falls "Signalling" ein Abweichen von der im Zustand vollkommener Information optimalen Kapitalstruktur erfordert • Opportunitätskosten einer im Vergleich zu einer Welt vollkommener Information erhöhten Beteiligungsquote des Insiders an einem Investitionsprojekt bzw. eines Unternehmens (Opportunitätskosten aus verminderten Diversifikationsmöglichkeiten des Eigentümer-Unternehmers)[515] • Im Rahmen einer Kapitalstrukturvariation anfallende Transaktionskosten
Dividendenhöhe	• Positive Differenz zwischen Steuersatz auf Dividenden und Steuersatz auf Kapitalgewinne[516] • Entgangener Gewinn aus wegen Liquiditätsabfluß verschobenen bzw. gestrichenen Investitionsprojekten mit positivem Kapitalwert[517] • Im Rahmen der Dividendenzahlung anfallende Transaktionskosten[518]
Erwerb eigener Aktien	• Entgangener Gewinn aus wegen Liquiditätsabfluß verschobenen bzw. gestrichenen Investitionsprojekten mit positivem Kapitalwert[519] • Kapitalgewinnbesteuerung[520] • Kosten der Portfolioneuanpassung[521] • Im Rahmen des Aktienerwerbs anfallende Transaktionskosten

Tabelle 15: Kosten ausgewählter Signalling-Instrumente [Quelle: Eigenerstellung]

Zur Erzielung der gewünschten Informationswirkung muß ein Signal für den Kapitalmarkt glaubwürdig sein und gleichzeitig eindeutige Schlußfolgerungen erlauben. Die *Glaubwürdigkeit* eines Signals hängt entscheidend von den für Insider bestehenden Anreizen ab, eine wahrheitsgemäße Informationspolitik zu betreiben. So darf es Insidern z.B. nicht möglich sein, die Investitions- und Finanzierungspolitik ihres Unternehmens zwecks Erzielung persönlicher

---

515 Vgl. Leland; Pyle (1977), S.372. Vgl. ferner Swoboda (1991), S.199.

516 Vgl. Bhattacharya (1979), S.259.

517 Vgl. Bhattacharya (1979), S.262.

518 Vgl. Miller (1987), S.44.

519 Vgl. Bhattacharya (1979), S.262.

520 Vgl. Vermaelen (1981).

521 "Portfolio Rebalancing Costs". Vermaelen (1981), S.145. Diese Kosten entstehen den Aktionären, nicht aber der Aktiengesellschaft selbst.

Spekulationsgewinne einzusetzen[522]. Ferner hängt die Glaubwürdigkeit eines Signals davon ab, ob es für nicht-erfolgreiche Unternehmen möglich ist, das Signalling-Verhalten erfolgreicher Unternehmen dauerhaft zu imitieren[523]. Ein Signal ist in diesem Zusammenhang umso glaubwürdiger, je teurer die Imitation guter Unternehmen für schlechte Unternehmen ist[524]. Die Forderung nach einer eindeutigen Schlußfolgerung aus einer Investitions- bzw. Finanzierungsentscheidung besagt, daß jede informationsrelevante Entscheidung nur eine einzige plausible Interpretationsmöglichkeit bezüglich der für den Kapitalmarkt nicht beobachtbaren, zu signalisierenden Variable zuläßt[525].

Aufgrund ihrer mangelnden Glaubwürdigkeit genügen einfache Mitteilungen seitens von Insidern zur Beseitigung von Informationsasymmetrie nicht. Zum einen sind derartige Mitteilungen für den Kapitalmarkt nicht unmittelbar nachprüfbar. Zum anderen bestehen für Insider starke Anreize zur Fehlinformation[526]: "[M]oral hazard hampers the direct transfer of information between market participants."[527] Eine alternative Begründung dafür, daß Unternehmensinsider ihnen bekanntes Insiderwissen nicht unmittelbar, d.h. unter Offenlegung aller relevanten Fakten bekanntgeben, bieten *Myers und Majluf:* Detailinformation, z.B. über einem Unternehmen offenstehende lukrative Investitionsmöglichkeiten, "if released to the market, would be released to competitors also"[528], mit der Konsequenz, daß dem veröffentlichenden Unternehmen Schaden aus verschärftem Wettbewerb um die angekündigten Vorhaben entstünde.

---

522 "[T]he agent may have incentives to misreport information to shareholders in order to create profitable trading opportunities." Fischer (1992), S.677. Vgl. ähnlich Ross (1977), S.30 sowie Bagnoli; Khanna (1992), S.1905. Vgl. zur Lösung dieses Anreizproblems Fischer, a.a.O.

523 Vgl. Ross (1977), S.29.

524 Um die Glaubwürdigkeit von Signalling-Aktivitäten zu gewährleisten, müssen die Kosten für die Wahl eines beobachtbaren Finanzierungsmerkmals negativ mit der Ausprägung des zu signalisierenden, nicht beobachtbaren Erfolgsmerkmals korrelieren. Vgl. Schmidt (1988), S.253.

525 Vgl. Franke (1987), S.810. Vgl. Ross (1977), S.29.

526 Schmidt (1988), S.252. Vgl. ders. (1981), S.145.

527 Leland; Pyle (1977), S.371.

528 Myers; Majluf (1984), S.195

4.2.4. Kritik an der Signalling-Theorie

Die Signalling-Theorie stellt kein in sich geschlossenes Theoriegebäude dar. Sie besteht vielmehr aus einer Vielzahl verschiedener und z.T. äußerst spezieller Einzelmodelle[529], denen nur wenige gemeinsame Prinzipien zugrunde liegen[530]. Signalling-Modelle, die die Informationsweitergabe auf Kapitalmärkten thematisieren, lassen i.d.R. ungeklärt, welche Kriterien Insider bei der Wahl zwischen verschiedenen Signalling-Instrumenten zugrundelegen[531]. Ferner bleibt die Analyse auf die Informationsfunktion eines Finanzmanagementinstrumentes beschränkt. Über die Informationswirkung hinausgehende Effekte einer Finanzierungsentscheidung werden im Rahmen von Signalling-Modellen vernachlässigt[532].

Ob die dargestellten Konsequenzen asymmetrischer Information, zu deren Heilung Signalling-Aktivitäten beitragen sollen, in der beschriebenen Form tatsächlich auftreten, ist nicht abschließend empirisch geklärt[533]. Die von *Myers und Majluf*[534] dargestellte Unterinvestitionsproblematik erweist sich gar als untestbar, da nicht getätigte Investitionen nicht beobachtbar sind, d.h. nicht ermittelt werden kann, wieviele Investitionen mit positivem Kapitalwert aufgrund von Informationsasymmetrie unterbleiben. Zur "Managerial Myopia"-Hypothese kennt die Literatur eine Reihe von Gegenbeispielen, die es sehr fraglich erscheinen lassen, ob sich Manager bei ihren Investitionsentscheidungen ausschließlich an deren Auswirkungen auf den kurzfristigen Unternehmenserfolg orientieren[535].

---

529 Vgl. neben den grundlegenden Arbeiten von Spence (1973), Ross (1977) und Leland; Pyle (1977) ferner z.B. Ross (1978), Bhattacharya (1979), ders. (1980), Downes; Heinkel (1982), Myers; Majluf (1984), John; Williams (1985), Allen; Faulhaber (1989), McNichols; Dravid (1990) sowie Szewczyk (1992). Vgl. z.B. Talmor (1981) und Williams (1988) für weitere Literaturverweise.

Vgl. hier und im folgenden Fröhls (1995).

530 Vgl. Harris; Raviv (1991), S.342. Vgl. ferner Miller (1987), S.53

531 Eine in der Literatur getroffene Unterscheidung verschiedener Signalling-Instrumente orientiert sich an der Konzeption der Signalling-Kosten. Vgl. dazu oben: Kapitel 4.2.3. sowie die dort zitierte Literatur.

532 Vgl. Schmidt (1988), S.254.

533 Vgl. Acharya (1988), S.413.

534 Vgl. Myers; Majluf (1984).

535 Vgl. insbesondere Jensen (1986), S.11f. Vgl. ferner ders. (1988), S.25ff. sowie Armstrong (1988), S.29.

Trotz dieser Kritik ist die "Relevanz der Informationsproblematik"[536] unbestritten[537]. Aktienkursreaktionen als Folge unternehmerischer Finanzierungsentscheidungen sind in der Literatur vielfältig dokumentiert[538]. Und die Signalling-Hypothese erweist sich nach gegenwärtigem Kenntnisstand als plausibelste diesbezügliche Erklärung.

Einen zusammenfassenden Überblick über mögliche Konsequenzen asymmetrischer Informationsverteilung gibt Tabelle 16.

Mögliche Konsequenzen asymmetrischer Informationsverteilung	**Heilungsmöglichkeit**
Beeinträchtigung der Allokationsfunktion des Kapitalmarktes (bis hin zu Marktversagen): • Unterinvestition • Überinvestition • Bevorzugung von Investitionen mit kurzer Amortisationszeit • Maximierung kurzfristiger Gewinne unter Verzicht auf langfristig optimalen Geschäftserfolg • Kreditrationierung auf Fremdkapitalmärkten	• Einflußnahme auf den eigenen Börsenkurs durch Signalling

Tabelle 16: Zusammenfassende Übersicht über mögliche Konsequenzen asymmetrischer Informationsverteilung auf Kapitalmärkten [Quelle: Eigenerstellung]

536 Schmidt (1988), S.254.

537 Vgl. ebenda.

538 Vgl. z.B. die empirischen Studien von Masulis (1980), Dann (1981), Vermaelen (1981), Comment; Jarrell (1991) sowie Howe; He; Kao (1992).

4.2.5. Einfluß des Erwerbs eigener Aktien auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften von Wertpapieren

4.2.5.1. Informationsgehalt des Erwerbs eigener Aktien

Aufgrund ihrer nur vorübergehenden Wirkung vermögen durch einen Erwerb eigener Aktien am Kapitalmarkt ausgelöste *Nachfrageeffekte* den im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen beobachteten *dauerhaften* Aktienkursanstieg nicht zu erklären[539].

Als mögliche Erklärungsgrundlage für die infolge der Ankündigung eines Erwerbs eigener Aktien festgestellten Aktienkurssteigerungen zieht die Literatur vielmehr vier verschiedene - nicht überschneidungsfreie - Hypothesen heran[540]:

1. Die *Dividenden- bzw. Steuersatz-Hypothese* unterstellt eine Steuerbegünstigung von Kursgewinnen gegenüber Dividendeneinkommen. Der im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien auftretende Kursanstieg resultiert dieser Hypothese zufolge aus der sich bei einem Erwerb eigener Aktien im Vergleich zu einer Dividendenzahlung für Aktionäre ergebenden Steuerersparnis. Die Dividenden- bzw. Steuersatz-Hypothese prognostiziert eine positive Aktienkursreaktion infolge eines Erwerbs eigener Aktien.

Gegen die Dividenden- bzw. Steuersatzhypothese spricht jedoch das Ausmaß der infolge eines Erwerbs eigener Aktien zu beobachtenden Börsenkursreaktion. Ein Aktienkursanstieg von deutlich über zehn Prozent[541] ist durch die Dividenden- bzw. Steuersatz-Hypothese nicht zu erklären: Sofern eine Unternehmung beispielsweise 15 Prozent ihrer ausstehenden Aktien zurückkauft, führt diese Transaktion für einen Investor mit einem Grenzsteuersatz von 30 Prozent zu einer Steuerersparnis von lediglich 2,25 Prozent[542]. Ferner erklärt diese Hypothese nicht die Dauerhaftigkeit des zu beobachtenden Aktienkursanstiegs: Voraussetzung für einen dauerhaften Kursanstieg infolge eines Erwerbs eigener Aktien ist gemäß der Dividenden- bzw. Steuersatzhypothese eine langfristige, wiederholte Substitution von Dividenden durch

---

539 Vgl. dazu die Ergebnisse der in Kapitel 3.2.2. dieser Arbeit zitierten empirischen Untersuchungen. Vgl. Masulis (1980), Dann (1981), Vermaelen (1981), Comment; Jarrell (1991) sowie Howe; He; Kao (1992).

540 Vgl. hier und im folgenden Vermaelen (1981). Vgl. ferner Masulis (1980) sowie Dann (1981).

541 Vgl. die Ergebnisse der in Kapitel 3.2.2. dieser Arbeit zitierten empirischen Untersuchungen.

542 Vgl. Rappaport (1986), S.213.

Aktienrückkäufe. Da die öffentlichen Aktienrückkaufangebote z.B. in der von *Vermaelen*[543] untersuchten Stichprobe jedoch einmalige Ereignisse im Leben einer Unternehmung darstellen, steht die Dividenden- bzw. Steuersatzhypothese mit einem infolge eines Erwerbs eigener Aktien zu beobachtenden dauerhaften Kursanstieg nicht in Einklang[544]. Unerklärt bleibt im Rahmen dieser Hypothese auch die negative Aktienkursreaktion im Rahmen von Paketrückkäufen von Großaktionären.

2. Die *"Leverage"- bzw. Verschuldungsgrad-Hypothese* führt den im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien zu beobachtenden Kursanstieg auf für die den Rückkauf tätigende Aktiengesellschaft selbst relevante steuerliche Aspekte zurück: Die aus einem kreditfinanzierten Erwerb eigener Aktien resultierende Substitution von Eigen- durch Fremdkapital führt bei steuerlicher Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen zu einer Verringerung der Steuerlast der Unternehmung. Diese Steuerersparnis erhöht den Wohlstand der Aktionäre des Unternehmens und verursacht den beobachteten Aktienkursanstieg.

Die "Leverage"- bzw. Verschuldungsgrad-Hypothese impliziert, daß nur kreditfinanzierte Aktienrückkäufe zu einer positiven Aktienkursreaktion führen. Diese Hypothese wird dadurch widerlegt, daß auch bei aus liquiden Mitteln finanzierten Käufen eigener Aktien positive Kursreaktionen der Aktien des zurückerwerbenden Unternehmens zu beobachten sind[545].

3. Die *"Bondholder Expropriation"*[546]*-Hypothese* erklärt die zu beobachtende Aktienkursreaktion durch die auf einen Erwerb eigener Aktien folgende Erhöhung des Verschuldungsgrades einer Unternehmung. Diese annahmegemäß von den Unternehmensgläubigern nicht antizipierte Verschuldungszunahme und die damit einhergehende Wohlfahrtsumverteilung von den Gläubigern an die Aktionäre der Gesellschaft erklären der "Bondholder Expropriation"-Hypothese zufolge die sich im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien ergebende Aktienkursreaktion[547].

---

543 Vgl. Vermaelen (1981).

544 Vgl. Dann (1981), S.129.

545 Vgl. Masulis (1980), S.311.

546 Übersetzungsvorschlag: "Gläubigerschädigungs-Hypothese".

547 Vgl. oben: Kapitel 3.3., Punkt (4) dieser Arbeit.

Zur Überprüfung der "Bondholder Expropriation"-Hypothese untersucht *Dann*[548] die Kursentwicklung börsennotierter Fremdkapitaltitel: Börsennotierte Anleihen von Unternehmen, die Aktienrückkaufabsichten bekanntgeben, erfahren in Reaktion auf eine Aktienrückkaufankündigung keinen signifikanten Wertverlust. Ferner ist bei Unternehmen, die ihre eigenen Aktien zurückkaufen, keine Verschlechterung des Kreditratings festzustellen[549]. Die "Bondholder Expropriation"-Hypothese scheidet demzufolge als Erklärungsgrundlage für im Rahmen von Aktienrückkäufen beobachtete Aktienkursgewinne aus: "[E]xpropriation effects cannot explain the abnormal returns after the announcement, or, if expropriation effects occur, the negative impact on bond prices is offset by positive information effects, so that the value of the bonds does not decline."[550]

Gegen die "Bondholder Expropriation"-Hypothese spricht ferner die ihr zugrunde liegende Annahme, daß eine sich im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien ergebende Verschuldungszunahme von Gläubigern nicht antizipiert wird: Bedeutende Stimmen sowohl in der US-amerikanischen als auch in der deutschen Literatur weisen explizit auf die Antizipierbarkeit von für Schuldner bestehenden Anreizen, ihr Investitionsverhalten nach einer Kreditaufnahme zum Schaden ihrer Gläubiger zu verändern, hin[551].

Schließlich vermögen weder die Dividendenhypothese, die Verschuldungsgrad-Hypothese noch die "Bondholder Expropriation"-Hypothese die empirisch ermittelte Abhängigkeit der zu beobachtenden Aktienkursreaktionen von der gewählten Erwerbsmethode zu erklären. Die Ergebnisse der vorliegenden empirischen Untersuchungen führen somit übereinstimmend zu deren Ablehnung.

4. Gemäß der *"Signalling"-Hypothese*[552] vermittelt ein Erwerb eigener Aktien dem Kapitalmarkt Informationen bezüglich der wirtschaftlichen Zukunft der die Rückkauftransaktion tätigenden

---

548 Vgl. Dann (1981), S.130ff.

549 Vgl. Vermaelen (1981), S.158.

550 Vermaelen (1981), S.159.

551 Vgl. in der US-amerikanischen Literatur z.B. Masulis (1980), S.144 sowie Auerbach (1985), S.304. Vgl. in der deutschen Literatur insbes. Gutenberg (1980), S.197, Schmidt (1981), S.141 sowie Hax; Hartmann-Wendels; v. Hinten (1989), S.708f. Vgl. oben: Kapitel 3.3., Punkt (4) dieser Arbeit.

552 Vgl. Vermaelen (1981), S.140. Vgl. ferner Coates; Fredman (1976), S.40, Dielman; Nantell; Wright (1980), S.176 sowie Dann (1981).

Aktiengesellschaft[553]: Der Kapitalmarkt interpretiert einen Erwerb eigener Aktien als Zeichen dafür, daß Unternehmensinsider die Aktien der Gesellschaft zum gegenwärtigen Börsenkurs für unterbewertet halten[554]. Neben diese unmittelbare Signalwirkung durch den Aktienerwerb selbst tritt eine zweite Informationsübermittlung an den Kapitalmarkt durch den Einfluß eines Erwerbs eigener Aktien auf die Kapitalstruktur des rückkaufenden Unternehmens. Der Verschuldungsgrad eines Unternehmens sowie die Höhe des von Insidern gehaltenen Kapitalanteils geben dem Kapitalmarkt Aufschluß über die Qualität der einem Unternehmen offenstehenden Investitionsprojekte[555]. Dieser Informationseffekt erklärt die zu beobachtende Kursreaktion infolge von Aktienrückkäufen. Eine Erhöhung des Verschuldungsgrades eines Unternehmens sowie des relativen Kapitalanteils von Insidern sind in diesem Zusammenhang als günstige Signale hinsichtlich des Erfolgspotentials einer Unternehmung zu werten.

Aufgrund der sich in einem Erwerb eigener Aktien ausdrückenden positiven Einschätzung der Zukunftsaussichten eines Unternehmens durch Insider ist grundsätzlich von einer positiven Aktienkursreaktion auf Aktienrückkäufe auszugehen. Aus der Signalling-Hypothese leiten sich darüber hinaus zwei weitere Implikationen für die infolge eines Erwerbs eigener Aktien zu erwartende Kursreaktion ab:

1. Die Signalling-Hypothese prognostiziert eine mit der Rückkaufquote, dem von Insidern gehaltenen Kapitalanteil und der Rückkaufprämie auf den aktuellen Börsenkurs positiv korrelierte Aktienkurssteigerung infolge der Ankündigung eines Erwerbs eigener Aktien[556]:

   Übersteigt der im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien an die ausscheidenden Aktionäre gezahlte Rückkaufpreis den tatsächlichen, inneren Wert je Aktie, profitieren die ausscheidenden auf Kosten der verbleibenden Anteilseigner. Die Schädigung der ihre Aktien nicht veräußernden Aktionäre ist umso größer, je ausgeprägter erstens die Diskrepanz zwischen Rückkaufpreis und tatsächlichem Wert der Aktien und je höher zweitens das Volumen des Aktienrückkaufs ist. Sofern Insider Aktien ihrer Gesellschaft halten und sie ihre Kapitalbeteiligung im Rahmen der Aktienrückkauftransaktion nicht reduzieren dürfen, tragen sie im Falle eines überhöhten Rückkaufpreises einen Teil der den verbleibenden

---

553 Signifikante Auswirkungen auf die Börsenkurse von Kokurrenzunternehmen derselben Branche gehen von Aktienrückkaufentscheidungen einer Unternehmung nicht aus. Vgl. Hertzel (1991).

554 Vgl. Vermaelen, a.a.O.

555 Vgl. insbes. Ross (1977) sowie Leland; Pyle (1977).

556 Vgl. Comment; Jarrell (1991), S.1255.

Aktionären entstehenden Verluste[557]. Der Anteil der Insider an den entstehenden Gesamtverlusten wächst mit der Höhe ihres relativen Kapitalanteils. Ein vor Bekanntgabe der Rückkaufabsichten hoher Managementkapitalanteil, eine hohe Rückkaufquote sowie eine hohe Rückkaufprämie auf den aktuellen Börsenkurs sind daher unter den genannten Voraussetzungen einer langfristige Kapitalbeteiligung des Managements sowie eines Verbot seiner Teilnahme am Aktienrückkaufprogramm als positive Signale bezüglich des tatsächlichen Wertes einer Unternehmung zu betrachten[558].

2. Verschiedene Aktienrückkaufmethoden lassen aufgrund jeweils unterschiedlicher Informationsgehalte in ihrem Ausmaß unterschiedliche Aktienkursreaktionen erwarten: Börsenmäßige Aktienrückkäufe führen zu geringeren Kurssteigerungen als ein Holländisches Auktionsverfahren; Holländische Auktionsverfahren wiederum beeinflussen den Börsenkurs einer Unternehmung weniger stark positiv als ein Erwerb eigener Aktien im Rahmen eines konventionellen Aktienrückkaufangebotes[559]:

   "For a financial decision to be an effective signal, its characteristics must reflect the choices of informed insiders."[560] Dieser Anforderung werden konventionelle öffentliche Aktienrückkaufangebote, Holländische Auktionsverfahren bzw. Aktienrückkäufe an der Börse in deutlich unterschiedlichem Maße gerecht. Im Rahmen eines konventionellen öffentlichen Aktienrückkaufangebotes gibt eine rückkaufwillige Aktiengesellschaft den Rückkaufkurs sowie das beabsichtigte Rückkaufvolumen bekannt. Beide Variablen: Rückkaufpreis und Rückkaufvolumen werden von Insidern festgelegt. Demgegenüber spezifizieren die Rückkaufbedingungen eines Holländischen Auktionsverfahrens lediglich ein Preis*intervall*, innerhalb dessen die Aktionäre ihre individuellen Verkaufspreise festlegen können. Die untere Grenze des gesetzten Preisintervalls beinhaltet eine i.d.R. deutlich geringere Rückkaufprämie als der im Rahmen eines konventionellen öffentlichen Aktienrückkaufangebotes seitens der Aktiengesellschaft offerierte Rückkaufpreis. Die Signalwirkung bzw. der Informationsgehalt eines Holländischen Auktionsverfahrens wird gegenüber einem konventionellen öffentlichen Aktienrückkaufangebot mithin eingeschränkt: Die Untergrenze des offerierten Preisintervalls spiegelt die Einschätzung von Insidern bzgl. des tatsächlichen Wertes einer Aktie nur noch relativ unscharf wider. Bei Aktienrückkäufen über

557 Vgl. Vermaelen (1981), S.159.

558 Vgl. Comment; Jarrell (1991), S.1245.

559 Vgl. ebenda, S.1266.

560 Comment; Jarrell (1991), S.1247f. Vgl. hier und im folgenden ebenda.

die Börse entspricht der Rückkaufpreis dem jeweils aktuellen Börsenkurs der Aktien. Eine Rückkaufprämie wird nicht gezahlt. Der Informationsgehalt bzgl. des der Aktie von Insidern beigemessenen Wertes ist geringer als der eines Holländischen Auktionsverfahrens, da der Kapitalmarkt lediglich darüber informiert wird, daß Insider den aktuellen Börsenkurs für unangemessen niedrig halten. Informationen über das *Ausmaß* der Fehlbewertung erhält der Kapitalmarkt - anders als im Falle z.B. eines öffentlichen Aktienrückkaufangebotes - nicht.

Von einem Informationsgehalt hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften einer Aktie ist allerdings nur für Aktienrückkäufe auszugehen, die nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit einer Auseinandersetzung über die Kontrolle des den Aktienrückkauf tätigenden Unternehmens stehen: Die Abwehr einer potentiellen oder tatsächlichen feindlichen Übernahmebedrohung zerstört den für Insider bestehenden Anreiz, dem Kapitalmarkt wahrheitsgemäße Informationen bezüglich des tatsächlichen Wertes einer Aktie ihres Unternehmens zu übermitteln. Im Rahmen einer Abwehr feindlicher Übernahmen spiegelt ein von Insidern festgesetzter Aktienrückkaufpreis lediglich den Wert wider, den die Behauptung ihrer Position innerhalb der Unternehmung für Manager-Insider hat. Information bezüglich der wirtschaftlichen Zukunftsaussichten der Unternehmung erhält der Kapitalmarkt nicht. Ein Aktienrückkauf zwecks Abwehr eines feindlichen Übernahmeversuchs trägt daher nicht zur Heilung der beschriebenen möglichen Konsequenzen asymmetrischer Informationsverteilung auf Kapitalmärkten bei: "Management may simply assign non-economic value to its control over the target."[561]

Vernachlässigbar ist auch der Informationsgehalt eines auf die Reduktion von "Shareholder Servicing"-Kosten gerichteten öffentlichen Aktienrückkaufangebotes: Die von Insidern festgelegten Rückkaufbedingungen gestatten dem Kapitalmarkt keinerlei Schlußfolgerung bezüglich der Einschätzung der Zukunftsaussichten des Unternehmens durch sein Management[562].

Die empirisch ermittelten Aktienkursreaktionen infolge verschiedener Aktienrückkaufmethoden[563] stehen mit der Signalling-Hypothese in weitestgehendem Einklang. Die vorliegenden empirischen Untersuchungen unterstützen die Signifikanz der Signalling-Hypothese

---

561 Gordon; Kornhauser (1986), S.318. Vgl. ebenda, S.315ff. Vgl. Lakonishok; Vermaelen (1990), S.457.

562 Vgl. dazu oben: Kapitel 4.2.3.

563 Vgl. Dann (1981), S.135f. Vgl. Vermaelen (1981), S.161ff. sowie S.179ff. Vgl. dazu ferner Kapitel 3.2.2. dieser Arbeit sowie die dort zitierte Literatur.

insbesondere für relativ kleine Aktiengesellschaften: Diese Unternehmen sind aufgrund ihrer vergleichsweise untergeordneten Bedeutung relativ selten Gegenstand der Berichterstattung der überregionalen Presse. Außerdem stoßen sie auf nur geringe Aufmerksamkeit professioneller Wertpapieranalysten. Daher ist die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und dem Kapitalmarkt bei diesen Unternehmen vergleichsweise stark ausgeprägt[564].

Im Rahmen empirischer Untersuchungen lassen sich wissenschaftliche Hypothesen nur falsifizieren, nicht aber bestätigen. Die vorliegenden empirischen Ergebnisse gestatten aber die Schlußfolgerung, daß die Signalling-Hypothese die plausibelste der möglichen Erklärungen für die im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien zu beobachtenden Kursreaktionen darstellt[565]. "[T]his signalling explanation has been accepted among academics."[566]

Neben der Weitergabe auf Tatsachen beruhender Informationen ist es Unternehmensinsidern im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien möglich, bewußt falsche Signale an den Kapitalmarkt zu senden mit dem Ziel, das Verhalten der übrigen Kapitalmarktteilnehmer in ihrem Sinne zu steuern[567]. "False Signalling occurs when insiders announce a [repurchase] premium that significantly exceeds the degree to which their stock is undervalued."[568] Die *Glaubwürdigkeit*[569] der im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien dem Kapitalmarkt übermittelten Informationen - und damit die sich in Aktienkursreaktionen manifestierenden Verhaltensweisen unternehmensexterner Kapitalmarktteilnehmer - wird entscheidend durch die für Insider bestehenden Anreize zur Verfolgung einer wahrheitsgemäßen Informationspolitik beeinflußt. Maßgeblichen Einfluß auf die für Insider bestehenden Anreize zu einer tatsachengerechten Informationspolitik üben in diesem Zusammenhang

1. die Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrecht in Unternehmen,
2. das Ausmaß der Zulässigkeit von Insidertrading sowie

---

564 Vgl. Lakonishok; Vermaelen (1990), S.455.

565 Vgl. Hertzel (1991), S.707.

566 Comment; Jarrell (1991), S.1243f.

567 Vgl. Ofer; Thakor (1987), S.372.

568 Comment; Jarrell (1991), S.1245.

569 Vgl. zur Glaubwürdigkeit von im Rahmen beobachtbarer Finanzierungsentscheidungen übermittelten Informationen allgemein oben: Kapitel 4.2.3.

3. der Einfluß der Börsenwertentwicklung einer Aktiengesellschaft auf das persönliche Vermögen ihres Managements

aus.

ad (1): Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen

Es liegt im Interesse nutzenmaximierender[570] Insider, ihre monopolistische Information zwecks Erhalt ihrer Managementfunktionen bzw. ihrer Kontrolle über das sie beschäftigende Unternehmen auszunutzen. Ein hoher Börsenwert schützt Insider vor einer feindlichen Übernahme ihres Unternehmens und dem häufig damit einhergehenden Verlust ihres Arbeitsplatzes[571]. Unter diesem Gesichtspunkt werden Manager-Insider eine Informationspolitik betreiben, die zu einem möglichst hohen Kurs ihrer Aktie an der Börse führt. Für Insider bestehen demzufolge starke Anreize, die wirtschaftliche Situation ihres Unternehmens als möglichst günstig darzustellen.

Eine Irreführung des Kapitalmarktes ist Inhabern monopolistischer Information nur vorübergehend möglich: Im Zeitverlauf wird ein durch Signalisieren falscher Tatsachen herbeigeführter Börsenkurs einer Aktie "reversed when the unfolding of events .. [have] made clear the true nature of the situation"[572]. Bei dynamischer Betrachtung fließen dementsprechend Reputationsaspekte in das Signalling-Kalkül von Manager-Insidern mit ein: Im Zeitverlauf "entlarvt" der Kapitalmarkt eine falsche Signalling-Politik von Insidern, mit der Konsequenz, daß den Signalen des Managements in der Zukunft kein Vertrauen mehr geschenkt wird. "Wer dauerhaft auf einem Finanz- und Informationsmarkt auftritt, setzt seinen Ruf, sein Standing ... als Pfand ein. Nutzt er die ASIV [asymmetrische Informationsverteilung] aus ... wird es ihm schwerer, am Markt auftreten zu können."[573] Durch falsche Informationspolitik berauben sich Insider daher langfristig einer Möglichkeit, eine Unterbewertung ihrer Aktie durch den Kapitalmarkt zu beseitigen bzw. zu lindern. Umgekehrt wird eine wahrheitsgemäße Informationspolitik mit steigendem Vertrauen in die Signalling-Aktivitäten des Managements "belohnt". Das Vertrauen des Kapitalmarktes stellt für Manager-Insider ein wertvolles Gut dar, da es ihnen ermöglicht,

---

570 Vgl. dazu grundlegend Furubotn; Pejovich (1972). Vgl. ferner Alchian; Demsetz (1972).

571 Vgl. Lakonishok; Vermaelen (1990), S.457.

572 Miller; Modigliani (1961), S.430.

573 Schmidt (1988), S.253.

feindliche Unternehmensübernahmen durch Gewährleistung einer realitätsnahen Börsenbewertung ihrer Aktie zu verhindern[574]. Daraus erklärt sich eine positive Korrelation der für Manager bestehenden Anreize zur Verfolgung einer aktiven und wahrheitsgemäßen Informationspolitik (und damit auch die Glaubwürdigkeit der Informationspolitik von Insidern) mit dem Ausmaß der für Insider bestehenden Bedrohung durch feindliche Unternehmensübernahmen bzw. mit der Funktionsfähigkeit des "Market for Corporate Control".

ad (2): Ausmaß der Zulässigkeit von Insidertrading

Im Rahmen *kurzfristiger Tradingaktivitäten* ist es Manager-Insidern möglich, eine "short"- bzw. "long"-Position in den Aktien ihrer Gesellschaft einzugehen und im Anschluß daran deren Börsenkurs durch eine Aktienrückkauftransaktion in die gewünschte Richtung zu lenken. Bereicherungsmöglichkeiten bieten sich Insidern in diesem Zusammenhang durch Signalisieren sowohl eines den tatsächlichen Wert der Aktie übersteigenden als auch eines diesen Wert unterschreitenden Kurses[575]. *Rudolph* vergleicht die Position von Insidern in diesem Zusammenhang mit derjenigen eines Akteurs im Optionsmarkt: "Insider besitzen, wenn man ihre Position in der Sprache der Optionspreistheorie beschreibt, eine Straddle-Position, d.h. sie profitieren von besonders heftigen ... Kursbewegungen *in beiden Richtungen*."[576] Die für Insider bestehenden Signalling-Anreize werden durch die seitens des Managements eingegangene Position in Aktien der Gesellschaft bzw. durch die Verfügbarkeit dieser Aktien zwecks Veräußerung determiniert[577].

Die Glaubwürdigkeit der Informationspolitik von Unternehmensinsidern ist aufgrund der beschriebenen Anreizstrukturen positiv mit der Strenge einer gegebenenfalls existierenden Insiderregelung korreliert: Ein Insidertradingverbot reduziert Management-Anreize zur Irreführung des Kapitalmarktes.

---

574 Vgl. Jacob (1993), S.122.

575 "If the manager deviates [from true signalling] either by mimicking a higher type [d.h. eine erfolgreichere Unternehmung] and selling the overpriced shares or mimicking a lower type and buying the underpriced shares he can make a trading profit." Bagnoli; Khanna (1992), S.1906.

576 Rudolph (1994), S.120. Kursiv nicht im Original.

577 Vgl. Bagnoli; Khanna (1992), S.1906.

ad (3): Einfluß der Börsenwertentwicklung einer Aktiengesellschaft auf das persönliche Vermögen ihres Managements

Sofern Insider eine Kapitalbeteiligung halten bzw. ihr Vermögen auf andere Weise an die langfristige Börsenkursentwicklung einer Aktiengesellschaft gekoppelt ist, erleiden sie einen Vermögensschaden aus der Festsetzung eines den inneren Wert der Aktie übersteigenden Aktienrückkaufpreises[578]. Der Anreiz, einen überhöhten Unternehmenswert zu signalisieren, sinkt demzufolge mit steigendem Einfluß der langfristigen Aktienkursentwicklung eines Unternehmens auf das persönliche Vermögen seines Managements. Der dargestellte Zusammenhang gilt unter der Annahme, daß dem Management einer Aktiengesellschaft eine Teilnahme an Aktienrückkaufprogrammen ihrer Unternehmung versagt ist.

4.2.5.2. Einfluß von Aktienrückkäufen auf das systematische Risiko einer Aktie

Das systematische, nicht-diversifizierbare[579] Risiko β einer Aktie entspricht der Kovarianz der Rendite r_a dieser Aktie mit der Rendite r_m des Marktportfolios dividiert durch die Varianz der Rendite des Marktportfolios[580]:

$$\beta_a = [\text{cov}\ (r_a; r_m)] : \text{var}\ (r_m)$$

Die Kapitalstrukturpolitik eines Unternehmens übt einen signifikanten Einfluß auf das systematische Risiko seiner Aktien aus[581]: Das systematische Aktienrisiko steigt mit zunehmendem Verschuldungsgrad einer Aktiengesellschaft. Durch seinen Einfluß auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens steht jeder Erwerb eigener Aktien mit deren systematischen Risiko in direktem Zusammenhang: "When a firm redeems part of its shares, it increases its debt-equity ratio and therefore the beta of the equity."[582]

---

578 Vgl. Comment; Jarrell (1991), S.1245.

579 Vgl. dazu grundlegend die Ausführungen zur Portfoliotheorie bei *Markowitz*. Vgl. Markowitz (1952), S.77ff.

580 Vgl. Hamada (1972), S.438. Vgl. Sharpe (1964).

581 Vgl. zu verschiedenen Möglichkeiten zur Bestimmung des Einflusses der Kapitalstruktur eines Unternehmens auf das systematische Risiko seiner Aktien Hamada, a.a.O., S.436ff.

582 Vermaelen (1981), S.147.

Eine Veränderung des systematischen Risikos einer Aktie erfordert eine Neubewertung der Aktie durch den Kapitalmarkt aufgrund ihres veränderten Rendite-/ Risikoverhältnisses. Am Kapitalmarkt kann sich aber nur dann ein "korrekter" Preis für die betreffende Aktie bilden, wenn die Auswirkungen des Aktienrückkaufs auf das systematische Risiko der verbleibenden Aktien bzw. des im Unternehmen verbleibenden Eigenkapitals sowie auf den Ertrag des Unternehmens dem Kapitalmarkt bekannt sind. Eine korrekte Neubewertung der Aktie setzt damit eine Beobachtbarkeit sämtlicher von einer Unternehmung in ihren eigenen Aktien getätigten Transaktionen - einschließlich des Transaktionszeitpunktes und des Transaktionsvolumens - voraus[583]. Ist diese Beobachtbarkeit nicht gewährleistet, ergibt sich infolge der Erhöhung der Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt u.U. eine Fehlbewertung der Aktie: Die Wertpapierpreisbildung am Kapitalmarkt spiegelt die Rendite- und Risikoeigenschaften der Aktie nicht mehr korrekt wider. Durch eine derartige Fehlbewertung von Aktien wird die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes beeinträchtigt.

Das Ausmaß der Erhöhung der Informationsasymmetrie hinsichtlich der Kapitalstruktureffekte verschiedener Aktienrückkaufmethoden variiert in Abhängigkeit von der Beobachtbarkeit der Aktienrückkäufe sowie dem jeweiligen Aktienrückkaufvolumen. Für den Kapitalmarkt hinsichtlich ihrer Kapitalstruktureffekte beobachtbare Aktienrückkäufe beeinflussen (auf einem hier und im folgenden zugrunde gelegten, in zumindest halbstrenger Form informationseffizienten Kapitalmarkt) die Informationsverteilung zwischen verschiedenen Kapitalmarktteilnehmern unabhängig von ihrem Volumen nicht.

Aufgrund ihrer Nicht-Beobachtbarkeit für den Kapitalmarkt, des durchschnittlichen Rückkaufvolumens sowie der Höhe der durchschnittlich angebotenen Rückkaufprämie[584] ist für *Aktienpaket-Rückkäufe von Großaktionären* von einer Vergrößerung der Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt hinsichtlich der Kapitalstrukturentwicklung des den Rückkauf tätigenden Unternehmens auszugehen. Nicht beobachtbar ist auch ein *börsenmäßiger Erwerb* eigener Aktien. Aufgrund des im Vergleich zu Paketrückkäufen geringeren Rückkaufvolumens sowie des Fehlens einer Rückkaufprämie auf den jeweils aktuellen Börsenkurs sind die sich in diesem Zusammenhang ergebenden Kapitalstruktureffekte und damit die

---

583 So formulieren z.B. *Lakonishok und Vermaelen* für den Fall eines öffentlichen Aktienrückkaufangebotes: "In order to price securities properly during the tender offer period, investors have to estimate 1) the fraction of shares tendered, 2) the subsequent repurchase decisions by the management, and 3) the market price after expiration of the offer." Lakonishok; Vermaelen (1990), S.456.

584 Vgl. hier und im folgenden oben: Tabelle 7 und Tabelle 9 in Kapitel 3.2. dieser Arbeit.

Die Ausführungen setzen eine halbstrenge Informationseffizienz des Kapitalmarktes im Sinne *Famas* voraus. Vgl. Fama (1970). Vgl. oben: Kapitel 4.2.1.2.

Konsequenzen für die Informationsverteilung auf dem Kapitalmarkt hier jedoch weniger stark. Die geringsten Auswirkungen auf die Informationsverteilung auf dem Kapitalmarkt hinsichtlich der Kapitalstrukturentwicklung des den Rückkauf tätigenden Unternehmens ist im Rahmen von *öffentlichen Aktienrückkaufangeboten* zu erwarten: Die Rückkaufbedingungen spezifizieren - je nach Art des Aktienrückkaufangebotes mehr oder weniger exakt - den Rückkaufpreis, das Rückkaufvolumen sowie den Rückkaufzeitraum. Die unschärfsten Kapitalstrukturinformationen erhält der Kapitalmarkt in diesem Zusammenhang bei *Holländischen Auktionsverfahren*: Die Anzahl der zurückerworbenen Aktien sowie der exakte Rückkaufpreis bleiben unbekannt. Demgegenüber herrscht im Rahmen eines *konventionellen Aktienrückkaufangebotes* lediglich Unsicherheit über die Anzahl zurückerworbener Aktien. Die umfassendsten Informationen bezüglich der Kapitalstruktureffekte im Rahmen von Aktienrückkäufen erhält der Kapitalmarkt im Falle einer *Zuteilung von übertragbaren Verkaufsrechten, TPRs*: Die Optionsbedingungen spezifizieren neben dem Rückkaufzeitraum und dem Rückkaufpreis über das "Put"-Verhältnis auch exakt die Anzahl zurückzuerwerbender Aktien.

4.2.5.3. Fazit

Aktienrückkäufe üben auf zweierlei Weise Einfluß auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften von Wertpapieren aus:

1. Die in ihrem Ausmaß je nach Erwerbsmethode bzw. nach Erwerbsmotiv schwankende Signalwirkung von Aktienrückkäufen vermittelt dem Kapitalmarkt Informationen über die Einschätzung der wirtschaftlichen Zukunftsaussichten des den Aktienrückkauf tätigenden Unternehmens durch Insider. Die Weitergabe dieser Insiderinformationen offenbart dem Kapitalmarkt Fehlbewertungen von Wertpapieren, die durch geeignete Markttransaktionen beseitigt werden. In diesem Zusammenhang führen Aktienrückkäufe ceteris paribus zu einer Verringerung der Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern einerseits und außenstehenden Investoren andererseits (Signalling-Effekt eines Erwerbs eigener Aktien). Ceteris paribus ergibt sich aus dem Signalling-Effekt eines Erwerbs eigener Aktien ein positiver Einfluß auf die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes.

   Aktienrückkäufe, die in unmittelbarem Zusammenhang mit der Abwehr einer feindlichen Unternehmensübernahme stehen sowie öffentliche Aktienrückkaufangebote zwecks Auskauf von Kleinaktionären vermitteln keine Informationen bezüglich der wirtschaftlichen Zukunft eines Unternehmens.

Die Glaubwürdigkeit von durch Aktienrückkäufe übermittelten Informationen ist positiv mit der Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen, der Strenge gegebenenfalls bestehender Insiderhandelsbeschränkungen sowie dem Einfluß der langfristigen Aktienkursentwicklung einer Unternehmung auf das persönliche Vermögen ihres Managements korreliert.

2. Die mit jedem Erwerb eigener Aktien einhergehende Kapitalstrukturvariation verändert das systematische Risiko der Aktien des den Rückkauf tätigenden Unternehmens. In Abhängigkeit von der Beobachtbarkeit der verschiedenen Erwerbsmethoden, dem Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes und dem Umfang des Aktienrückkaufs vergrößert eine solche Veränderung des systematischen Risikos die Informationsasymmetrie zwischen verschiedenen Kapitalmarktteilnehmern hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften einer Aktie. Die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes wird beeinträchtigt (Kapitalstruktur-Effekt eines Erwerbs eigener Aktien).

Hinsichtlich ihres jeweiligen Gesamteinflusses auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten unterscheiden sich verschiedene Methoden des Erwerbs eigener Aktien deutlich voneinander:

- Ein insgesamt sehr geringer Einfluß auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten ist im Zusammenhang mit dem *Rückkauf von "Odd Lot"-Anteilsbesitz* zu erwarten.

- Ein insgesamt negativer Informationseffekt ergibt sich sowohl für den *Erwerb einzelner Aktienpakete von Großaktionären* als auch für *börsenmäßige Aktienrückkäufe*: Einem deutlichen Kapitalstruktureffekt steht in beiden Fällen ein vernachlässigbarer Signalling-Effekt gegenüber.

- Ein umgekehrtes Bild ergibt sich im Rahmen der Betrachtung von *konventionellen Aktienrückkaufangeboten* sowie dem *Erwerb eigener Aktien im Rahmen der Zuteilung übertragbarer Verkaufsoptionen*: Ein jeweils hoher Informationsgehalt hinsichtlich der Unternehmenseinschätzung durch Insider geht einher mit einem nur mittleren bzw. schwachen Kapitalstruktureffekt.

- *Holländische Auktionen* ermöglichen keine eindeutige Aussage hinsichtlich ihrer gesamten Informationseffekte.

Abbildung 4 faßt die Informationseffekte verschiedener Methoden des Erwerbs eigener Aktien zusammen.

Signalling-Effekt verschiedener Aktienrückkaufmethoden

Kapitalstruktur-Effekt: Einfluß auf die Informationsasymmetrie hinsichtlich des systematischen Aktienrisikos	schwach	mittel	stark
schwach	"Odd Lot" Rückkauf		Zuteilung von TPRs
mittel		Holländische Auktion	konventionelles Rückkaufangebot
stark	Börsenmäßiger Erwerb Paketerwerb		

Abbildung 4: Informationseffekte verschiedener Methoden des Erwerbs eigener Aktien [Quelle: Eigenerstellung]

4.2.6. Zusammenfassung

Auf real existierenden Kapitalmärkten sind Informationen hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften börsennotierter Wertpapiere asymmetrisch zwischen verschiedenen Gruppen von Kapitalmarktteilnehmern verteilt. Diese asymmetrische Informationsverteilung führt zu Fehlallokationen bzw. suboptimaler Nutzung von Ressourcen und damit zu gesamtgesellschaftlichen Wohlfahrtseinbußen.

Informationsasymmetrie hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften von Wertpapieren bzw. die sich daraus ergebenden negativen Wohlfahrteffekte können durch für den Kapitalmarkt beobachtbares Finanzierungsverhalten (Signalling) von über monopolisierte Information verfügenden Insidern gemildert werden: Beobachtbare Finanzierungsentscheidungen informierter Insider, z.B. ein Erwerb eigener Aktien übermitteln dem Kapitalmarkt bisher unbekannte Informationen, die in den Wertpapierpreisen des signalisierenden Unternehmens Niederschlag finden. Das Ausmaß der zu erwartenden Wertpapierpreisreaktion infolge von

Aktienrückkäufen wird maßgeblich durch die jeweils gewählte Methode des Erwerbs eigener Aktien bestimmt.

Die Glaubwürdigkeit der durch Aktienrückkäufe übermittelten Informationen hängt von der Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen, von dem Ausmaß der Zulässigkeit von Insidertrading sowie vom Einfluß der langfristigen Börsenwertentwicklung einer Aktiengesellschaft auf das persönliche Vermögen ihres Managements ab.

Aktienrückkäufe, die in unmittelbarem Zusammenhang mit der Abwehr eines feindlichen Übernahmeversuchs stehen sowie ein Erwerb eigener Aktien zwecks Reduktion von "Shareholder Servicing"-Kosten übermitteln dem Kapitalmarkt keine Informationen hinsichtlich der Zukunftsperspektiven des den Aktienrückkauf tätigenden Unternehmens.

Kapitalstruktureffekte von Aktienrückkäufen können zu einer Beeinträchtigung der Allokationsfunktion des Kapitalmarktes führen, die sich darin äußert, daß es im Anschluß an eine Aktienrückkauftransaktion nicht zu einer Aktienkursanpassung an eine aus einer Verschuldungsgraderhöhung resultierende Veränderung des Rendite-/ Risikoverhältnis der betreffenden Aktie kommt. Inwieweit eine Aktienkursanpassung an ein sich veränderndes Rendite-/ Risikoverhältnis einer Aktie erfolgt, wird durch die Beobachtbarkeit der eine Kapitalstrukturvariation verursachenden Aktienrückkauftransaktion sowie durch das Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes beeinflußt.

5. Erwerb eigener Aktien vor dem Hintergrund deutscher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen

Das vorliegende Kapitel stellt den Erwerb eigener Aktien abschließend in den Kontext konkreter Rahmenbedingungen des deutschen Kapitalmarktes. Dazu stellt der folgende Abschnitt zunächst diejenigen Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen zusammenfassend dar, die sich im bisherigen Verlauf der vorliegenden Dissertation als für die Beurteilung von Aktienrückkäufen wesentlich erwiesen haben. Im Anschluß daran werden die Ausprägungen dieser Einflußfaktoren für den deutschen Kapitalmarkt herausgearbeitet. Auf der Grundlage der ermittelten Ergebnisse wird der Erwerb eigener Aktien im Kontext deutscher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen abschließend beurteilt. Als Beurteilungskriterien dienen in diesem Zusammenhang der Einfluß eines Erwerbs eigener Aktien auf das Unternehmensinteresse sowie auf die Informationsverteilung auf dem deutschen Kapitalmarkt.

5.1. Im Rahmen der Beurteilung von Aktienrückkäufen wesentliche Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen

Im Rahmen der theoretischen Analyse von Aktienrückkäufen vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes wurden insbesondere folgende Faktoren als für die Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien wesentlich herausgearbeitet[585]:

1. Das Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes:

Das Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes determiniert Ausmaß und Geschwindigkeit der Umsetzung der einem Erwerb eigener Aktien inhärenten Informationen in Wertpapierpreise. Ausmaß und Geschwindigkeit der Umsetzung der durch einen Erwerb eigener Aktien übermittelten Informationen in Wertpapierpreise beeinflussen ihrerseits die Signalling-Entscheidungen von Unternehmens-Insidern und damit deren Signalling-Aktivitäten auf dem Kapitalmarkt: Die sich aus beobachtbaren Finanzierungsentscheidungen von Insidern ergebenden Aktienkursreaktionen stellen "Erträge" von Signalling-Aktivitäten dar. Je geringer diese Erträge

585 Vgl. oben: Kapitel 4.1.6 und 4.2.5. dieser Arbeit.

bei konstanten Signalling-Kosten[586], als desto unattraktiver stellt sich Signalling durch Aktienrückkäufe aus Unternehmenssicht dar.

Vom Grad der Informationseffizienz des Kapitalmarktes hängt es ferner ab, ob bzw. inwieweit eine Anpassung von Aktienkursen an beobachtbare Kapitalstrukturvariationen - d.h. an Veränderungen des systematischen Aktienrisikos β - erfolgt: Im Zusammenhang mit für den Kapitalmarkt beobachtbaren Kapitalstrukturvariationen treten auf in halbstrenger Form informationseffizienten Kapitalmärkten keine Bewertungsfehler infolge sich verändernder Rendite- und Risikoeigenschaften gehandelter Wertpapiere auf. Auf in nur schwacher Form informationseffizienten Kapitalmärkten ist eine Aktienkursreaktion aufgrund eines sich verändernden β demgegenüber nicht gewährleistet.

2. Die Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen:

Am Ausmaß ihrer Bedrohung durch feindliche Übernahmeangebote bemißt sich der für das Management einer Aktiengesellschaft bestehende Freiraum, das Unternehmensinteresse der Verfolgung des "Shareholder-Value"-Ansatzes überzuordnen. Ein funktionsfähiger Markt für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen kann Manager zur Vernachlässigung des Unternehmensinteresses und zu einer verstärkten Ausrichtung der Unternehmenspolitik auf die Interessen der Eigenkapitalgeber zwingen: Bietet sich durch Aufkauf einer ihre Geschäftspolitik am Unternehmensinteresse ausrichtenden Aktiengesellschaft für einen feindlichen Aufkäufer die Möglichkeit, einen kurzfristigen Gewinn aus einer stärkeren Ausrichtung der Unternehmenspolitik auf den "Shareholder-Value" zu realisieren, wird die Übernahme der betreffenden Aktiengesellschaft attraktiv. Die Übernahmeschutzwirkung von Aktienrückkäufen senkt ceteris paribus die Bedrohung durch feindliche Übernahmen und ermöglicht insoweit eine Ausrichtung der Unternehmenspolitik einer Aktiengesellschaft am Unternehmensinteresse.

Unmittelbar schützen Aktienrückkäufe das Unternehmensinteresse an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit. An der Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen orientiert sich die Bedeutung, die der Übernahmeschutzwirkung durch Aktienrückkäufe zur Wahrung des Unternehmensinteresses an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit zukommt.

586 Vgl. zu den im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien entstehenden Signalling-Kosten oben: Tabelle 15 in Kapitel 4.2.3. dieser Arbeit.

Eine Bedrohung durch feindliche Unternehmensübernahmen stellt desweiteren einen Anreiz für Manager dar, eine aktive und wahrheitsgemäße Informationspolitik zu betreiben bzw. sich eine diesbezügliche Reputation aufzubauen und zu erhalten. Damit steigen mit zunehmender Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen ceteris paribus Ausmaß und Glaubwürdigkeit der Informationsübermittlung an den Kapitalmarkt durch Insider.

3. Die rechtliche Regelung von Insidertrading:

Möglichkeiten zu persönlicher Bereicherung stellen für Insider einen Anreiz zur Irreführung des Kapitalmarktes dar. Ein Insidertradingverbot bzw. die in einem derartigen Zusammenhang angedrohten Strafmaßnahmen schwächen diesen Anreiz ab und erhöhen ceteris paribus die Glaubwürdigkeit der im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien übermittelten Informationen.

4. Der Einfluß der langfristigen Börsenkursentwicklung einer Aktiengesellschaft auf das persönliche Vermögen ihres Managements:

Die Kopplung eines wesentlichen Teils der Managemententlohnung an die langfristige Börsenkursentwicklung einer Aktiengesellschaft bzw. eine bedeutende Management-Kapitalbeteiligung beeinflußt die Glaubwürdigkeit der im Rahmen eines Aktienrückkaufs übermittelten Informationen an den Kapitalmarkt: Je höher der Einfluß der langfristigen Börsenkursentwicklung einer Aktiengesellschaft auf das persönliche Vermögen ihres Managements, desto größer ist das persönliche Wohlfahrtsrisiko, dem sich das Management durch Festsetzung überhöhter Aktienrückkaufpreise aussetzt, sofern ihm eine Teilnahme an Aktienrückkaufprogrammen versperrt ist. Mit Zunahme des für Insider bestehenden persönlichen Wohlfahrtrisikos steigt die Glaubwürdigkeit der einem Erwerb eigener Aktien inhärenten Informationen.

5. Die zahlenmäßige Bedeutung von Kleinaktionären:

Eine bedeutende Zahl von Kleinaktionären mit jeweils nur relativ geringem Anteilsbesitz stellt ein Potential zur Einsparung von "Shareholder Servicing"-Kosten durch einen Erwerb eigener Aktien dar.

Einflußfaktoren (1)	Beeinflußte Variable (2)	Korrelation zwischen (1) und (2)
Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes	Ausmaß und Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung in Wertpapierpreise infolge von Aktienrückkäufen	positiv
	Ausmaß der Fehlbewertung von Wertpapieren infolge einer auf Aktienrückkäufe zurückzuführenden Kapitalstrukturvariation	negativ
Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen	Für Manager bestehende Möglichkeiten bzw. Anreize zur Berücksichtigung des Unternehmensinteresses im Rahmen ihrer Geschäftspolitik	negativ
	Management-Anreize zu tatsachengerechter Informationspolitik	positiv
Ausmaß der Zulässigkeit von Insidertrading	Mißbrauchmöglichkeiten des Erwerbs eigener Aktien zwecks persönlicher Bereicherung durch Insider	positiv
	Glaubwürdigkeit der im Rahmen von Aktienrückkäufen übermittelten Informationen	negativ
Einfluß der Aktienkursentwicklung auf das persönliche Vermögen von Managern	Wohlfahrtsrisiko für Manager aus der Festsetzung eines überhöhten Aktienrückkaufpreises	positiv
	Glaubwürdigkeit der im Rahmen von Aktienrückkäufen übermittelten Informationen	positiv
Zahlenmäßige Bedeutung von Kleinaktionären	Höhe von "Shareholder Servicing"-Kosten bzw. sich daraus für Aktiengesellschaften ergebende Kosteneinsparungspotentiale	positiv

Tabelle 17: Im Rahmen der Beurteilung von Aktienrückkäufen vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes wesentliche Einflußfaktoren [Quelle: Eigenerstellung]

Tabelle 17 stellt die im Rahmen einer Beurteilung von Aktienrückkäufen vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes relevanten Einflußfaktoren zusammenfassend dar.

5.2. Analyse konkreter deutscher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen

5.2.1. Informationseffizienzniveau des deutschen Kapitalmarktes

Für den deutschen Kapitalmarkt wurde im Rahmen der Analyse der Informationsverteilung auf Kapitalmärkten eine schwache Informationseffizienz im Sinne der Konzeption *Famas*[587] herausgearbeitet[588]. Aktienkurse deutscher Unternehmen reflektieren sämtliche Informationen über das Marktgeschehen in der Vergangenheit. Eine vollständige und unverzügliche Verarbeitung sämtlicher öffentlich zugänglicher Informationen in deutschen Aktienkursen ist hingegen nicht gewährleistet.

5.2.2. Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen in Deutschland

Die Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in einer Volkswirtschaft bemißt sich daran, inwieweit die Übernahme einer Aktiengesellschaft gegen den Willen ihres Managements realisierbar ist[589]. Die Realisierbarkeit einer derartigen unfreundlichen Übernahme hängt ihrerseits von den Unternehmen zur Verfügung stehenden Übernahmeabwehrmaßnahmen[590] ab. Eine wesentliche Rolle spielt in diesem Zusammenhang ferner die Aktionärsstruktur einer Aktiengesellschaft: Nur wenn sich über fünfzig Prozent der

---

587 Vgl. Fama (1970).

588 Vgl. oben: Kapitel 4.2.1.2. dieser Arbeit.

589 Vgl. zu den grundsätzlichen Methoden zur Durchführung einer feindlichen Übernahme in Deutschland Peltzer (1989), S.72f. Vgl. ferner Otto (1988), S.3ff.

590 Vgl. zu Maßnahmen zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen z.B. Johnson (1985), Quéré (1988), Ruback (1988) sowie Carreau; Martin (1990).

Stimmrechtsanteile in den Händen verkaufsbereiter Investoren befinden, ist einem feindlichen Bieter die Übernahme der Kontrolle über die Unternehmensressourcen möglich[591].

Mit der Erfolgswahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmen in Deutschland hat sich sowohl in der englischsprachigen als auch in der deutschen Literatur eine Reihe wissenschaftlicher Beiträge auseinandergesetzt[592]. Auf besonderes Interesse stoßen in der Literatur in diesem Zusammenhang einerseits die Frage, wie die in den USA gebräuchlichen Übernahmeabwehrinstrumente vor dem Hintergrund des deutschen Aktiengesetzes zu beurteilen sind[593] sowie andererseits die zwischen deutschen Aktiengesellschaften bestehenden Kapitalverflechtungen[594].

Im Rahmen einer Beurteilung von in der US-amerikanischer Finanzierungspraxis verbreiteten Übernahme-Abwehrmechanismen nach deutschem Aktienrecht gelangen *Hauschka und Roth* zu dem Ergebnis, das "die meisten in den USA üblichen Verteidigungsmaßnahmen nach deutschem Recht unzulässig ... oder zu umständlich"[595] sind. Deutsche Aktiengesellschaften sehen ihre Verteidigungsmöglichkeiten gegen einen feindlichen Übernahmeversuch im wesentlichen auf die Ausgabe vinkulierter Namensaktien, die Einführung eines Höchststimmrechts sowie auf Kapitalerhöhungen unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre - die jungen Aktien werden in diesem Zusammenhang bei befreundeten Investoren plaziert - beschränkt[596]. Die vinkulierte Namensaktie gilt in der Literatur als durchaus geeignet, "eine ausgeprägte Selbständigkeit und Unabhängigkeit der Verwaltungsorgane [einer Aktiengesellschaft] zu sichern, ... zumindest dann, wenn der Kreis der Inhaber vinkulierter

---

591 Vgl. Richardson (1990).

Vgl. zu den Mehrheitserfordernissen für verschiedene Hauptversammlungsentscheidungen nach deutschem Recht Peltzer (1989), S.74.

592 Vgl. insbesondere Hauschka; Roth (1988), Peltzer (1989), Bird; Camman (1990), Nolte; Leber (1990) und Wilcke (1991). Vgl. ferner Otto (1988), MacLachlan; Mackesy (1989), S.377f., Richardson (1990), Nick (1991), S.872ff., Schwegmann; Pfaffenberger (1991), Sünner (1991), Brodersen; Henle (1993) sowie Adams (1994).

593 Vgl. Hauschka; Roth (1988), S.187ff. Vgl. ferner Peltzer (1989), S.73f., Bird; Cammann (1990), S.338ff sowie insbes. Sünner (1991), S.459ff. sowie die dort zitierte Literatur.

594 Vgl. z.B. Adams (1994), insbes. S.149ff. Vgl. ferner Nolte; Leber (1990), S.578. sowie Schwegmann; Pfaffenberger (1991), S.562ff.

595 Hauschka; Roth (1988), S.195.

596 Vgl. Otto (1988), S.6ff. Vgl. Werner (1989), S.21ff.

Namensaktien breit gestreut ist"[597]. Andererseits ist die Verbreitung vinkulierter Namensaktien in Deutschland im wesentlichen[598] auf die Versicherungswirtschaft beschränkt. Demgegenüber erscheinen sowohl die Einführung eines Höchststimmrechts als auch eine Kapitalerhöhung unter Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechts der Aktionäre wenig geeignet, einen wirksamen Schutz vor einer unfreundlichen Übernahme zu entfalten. So urteilt z.B. *Sünner* über die Wirksamkeit von Stimmrechtsbeschränkungen: "[D]er faktische wirtschaftliche Druck auf eine Unternehmensverwaltung, der von einer wesentlichen oder gar Mehrheitsbeteiligung bzw. dessen Erwerber ausgeht, wird durch eine Stimmrechtsbeschränkung auf der Hauptversammlung nur unwesentlich gemildert. In aller Regel führt allein die Tatsache der Mehrheitsbeteiligung als solche dazu, daß dem Mehrheitsaktionär - Höchststimmrecht hin oder her - die entsprechende Entscheidungsposition zugewiesen wird. Dies folgt schon daraus, daß das Unternehmen für eine Vielzahl wesentlicher Entscheidungen auf die Zusammenarbeit mit dem Mehrheitsaktionär angewiesen ist ..."[599]. Die Möglichkeit zur Durchführung einer Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktionäre wird in jüngerer Vergangenheit in der deutschen Literatur zunehmend skeptisch beurteilt: "Bei den Aktiengesellschaften herrscht der Eindruck vor, eine Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß sei nicht mehr durchführbar."[600]

Trotz des Fehlens geeigneter Maßnahmen zur Abwehr feindlicher Übernahmeversuche[601] stehen deutsche Aktiengesellschaften potentiellen Aufkäufern nicht schutzlos gegenüber[602].

---

597 Schwegmann; Pfaffenberger (1991), S.569. Vgl. ebenda, S.568. Vgl. zur vinkulierten Namensaktie als Übernahmeabwehrinstrument ausführlich Rock (1992).

598 Ein Beispiel für ein Unternehmen außerhalb des Versicherungssektors, das vinkulierte Namensaktien emittiert hat, ist die Axel Springer Verlag AG. Vgl. Hoppenstedt (1994), S.785.

599 Sünner (1991), S.462f.

Zweifel an der Wirksamkeit einer Stimmrechtsbeschränkung als Übernahmeabwehrinstrument lassen insbesondere Übernahmeversuche aus der jüngeren Vergangenheit (Feldmühle Nobel AG, Continental AG) aufkommen, in deren Verlauf sich ein existierendes Höchststimmrecht als relativ stumpfes Schwert im Übernahmeabwehrkampf erwiesen hat. Vgl. Nick (1991), S.877. Vgl. Sünner, a.a.O., S.463f.

600 Schockenhoff (1994), S.46. Vgl. zur Begründung ebenda. Vgl. ferner Münch (1993), S.770, o.V. (1993) sowie Kübler (1994), S.146. Ferner stellt sich im Anschluß an eine erfolgreiche Übernahmeabwehr durch eine Kapitalerhöhung ggf. das Problem einer Überkapitalisierung der Zielgesellschaft. Vgl. Sünner (1991), S.468.

Vgl. zum Ausschluß des Bezugsrechts angesichts einer konkreten Bedrohung durch eine feindliche Übernahme Hirte (1989). Vgl. ferner Rock (1990).

601 Vgl. Hauschka; Roth (1988), S.195. Vgl. Bühner (1992), S.419. Vgl. Nolte; Leber (1990), S.579.

Insbesondere die durch das deutsche Aktiengesetz ausführlich kodifizierten Befugnisse der drei Unternehmensorgane: Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand erschweren die Durchsetzung der unternehmerischen Pläne selbst eines Mehrheitsaktionärs derart, daß die Übernahme einer deutschen Aktiengesellschaft gegen den Willen ihrer Leitungsgremien an Attraktivität verliert[603]. Eine Barriere gegen feindliche Übernahmen in Deutschland stellen ferner die gesetzlich verankerten Mitbestimmungsrechte von Arbeitnehmern dar[604]. Insbesondere eine Umbesetzung des Aufsichtsrates wird durch das deutsche Mitbestimmungsrecht erheblich erschwert bzw. verhindert[605]. Schließlich bietet auch das Depotstimmrecht deutscher Kreditinstitute Schutz gegen unfreundliche Aufkäufer[606].

Neben diesen aus deutschen Rechtsvorschriften resultierenden Übernahmehemmnissen wirkt sich insbesondere die Aktionärsstruktur deutscher Aktiengesellschaften prohibitiv auf feindliche Übernahmeaktivitäten im deutschen Kapitalmarkt aus: Per 30. September 1994 wurden insgesamt 558 deutsche Aktiengesellschaften im amtlichen Verkehr und/ oder im geregelten Markt einer deutschen Wertpapierbörse gehandelt[607], von denen sich nur ein geringer Teil (72

Eine gegensätzliche Auffassung vertreten demgegenüber *MacLachlan und Mackesy*, die in Deutschland "considerable scope for the management of a target to take defensive action" [MacLachlan; Mackesy (1989), S.377] sehen.

602 Vgl. Hauschka; Roth, a.a.O.

603 Vgl. Nick (1991), S.872f. Vgl. zur Durchsetzung des unternehmerischen Willens eines Aufkäufers nach dem Erwerb der Kontrollmehrheit an einer Aktiengesellschaft insbesondere Peltzer (1989), S.75. Vgl. Bird; Cammann (1990), S.344.

604 Vgl. Werner (1989), S.19. Vgl. Adams (1990), S.250. Vgl. ferner Brock; Naylor (1993): "[E]mployee viewpoints ... can lead to delays in the takeover process." Brock; Naylor, a.a.O., S.42.

605 Vgl. Hauschka; Roth (1988), S.195.

606 Vgl. dazu Werner (1989), S.20.

Vgl. zur Bedeutung des Depotstimmrechts im Rahmen unfreundlicher Übernahmeangebote Hauschka; Roth (1988), S.295, Peltzer (1989), S.72, Adams (1990), S.250f., ders. (1994), S.152f sowie Porter; Steiner (1993), S.211.

Skeptisch hinsichtlich der Übernahmeschutzwirkung des Depotstimmrechts äußert sich demgegenüber *Otto*: "Die mit dem Depotstimmrecht verbundenen Einflußmöglichkeiten deutscher Großbanken bestehen nur so lange, wie den Kleinaktionären keine attraktiveren Angebote vorliegen." Otto (1988), S.12.

607 Vgl. Hoppenstedt (1994). Hinzu kommen ca. 100 im Freiverkehr notierte Werte. Vgl. Porter; Steiner (1993), S.211.

Sofern sich aus dem jeweiligen Kontext nicht ein anderes ergibt, beziehen sich Aussagen zur Aktionärsstruktur deutscher Aktiengesellschaften hier und im folgenden auf die 558 im amtlichen Handel und/ oder im geregelten Markt notierten Unternehmen.

Unternehmen, entsprechend ca. 13 Prozent) mehrheitlich[608] in Streubesitz befindet[609]. Den Streubesitzanteil an den Stimmrechten bzw. Stammaktien börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften dokumentiert Abbildung 5.

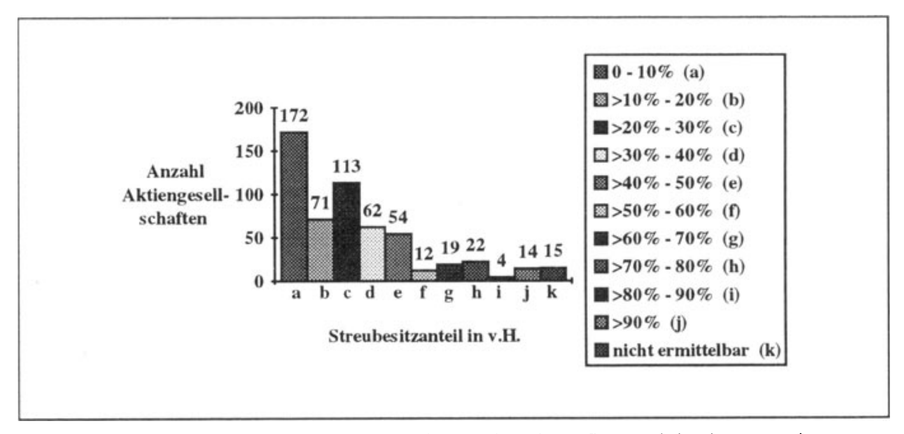


Abbildung 5: Streubesitzanteil an den Stimmrechten bzw. Stammaktien börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften; Stand: 30. September 1994 [Quelle: Eigenerstellung]

Der dokumentierte geringe Streubesitzanteil erklärt sich einerseits durch eine relativ starke Bedeutung von Aktiengesellschaften im Besitz von Industriellen-Familien: 134 (oder ca. 24 Prozent) der per Ende September 1994 an einer deutschen Wertpapierbörse im amtlichen Handel bzw. im geregelten Markt notierten 558 deutschen Aktiengesellschaften befinden sich mehrheitlich im Besitz von einzelnen natürlichen Personen, Familien(-Stiftungen), privaten Investorengruppen oder Personenhandelsgesellschaften[610]. Eine weitere Erklärung für die geringe Anzahl von Unternehmen in Streubesitz stellen die zwischen deutschen

---

Die insbesondere im Vergleich zu den ca. 600.000 in Deutschland registrierten Gesellschaften mit beschränkter Haftung [vgl. zu den Zahlenangaben Claussen (1994a), S.974] geringe Zahl börsennotierter Aktiengesellschaften spiegelt eine gegenüber den USA untergeordnete Bedeutung des Kapitalmarktes als Institution zur Eigenkapitalbeschaffung für deutsche Unternehmen wider.

608 Hier und im folgenden stets gemessen an der Zahl ausstehender Stimmrechte.

609 Vgl. Hoppenstedt (1994).

Eine Untersuchung von *Bird und Camman* aus dem Jahre 1990 identifiziert einen Streubesitzanteil von über 50 Prozent der Aktien bei 23 der 100 größten deutschen Aktiengesellschaften. Vgl. Bird; Cammann (1990), S.344. Vgl. a. Hauschka; Roth (1988), S.182. Vgl. zu Stand und Entwicklung der Besitzverhältnisse deutscher Aktiengesellschaften ausführlich Schmitz (1989), S.51ff.

610 Ohne Kommanditgesellschaften auf Aktien.

Aktiengesellschaften teilweise seit Jahrzehnten bestehenden[611] Kapitalverflechtungen dar[612]: 314 (oder 56 Prozent) der untersuchten 558 deutschen Aktiengesellschaften befinden sich im Mehrheitsbesitz eines oder mehrerer industrieller Großaktionäre[613]. Bei 48 der mehrheitlich in Streubesitz befindlichen deutschen Aktiengesellschaften kontrollieren industrielle Großaktionäre zwischen 25 Prozent und 50 Prozent der Stimmrechte[614]. Einen Überblick über die Stimmen-Mehrheitsverhältnisse bei börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften gibt Abbildung 6.

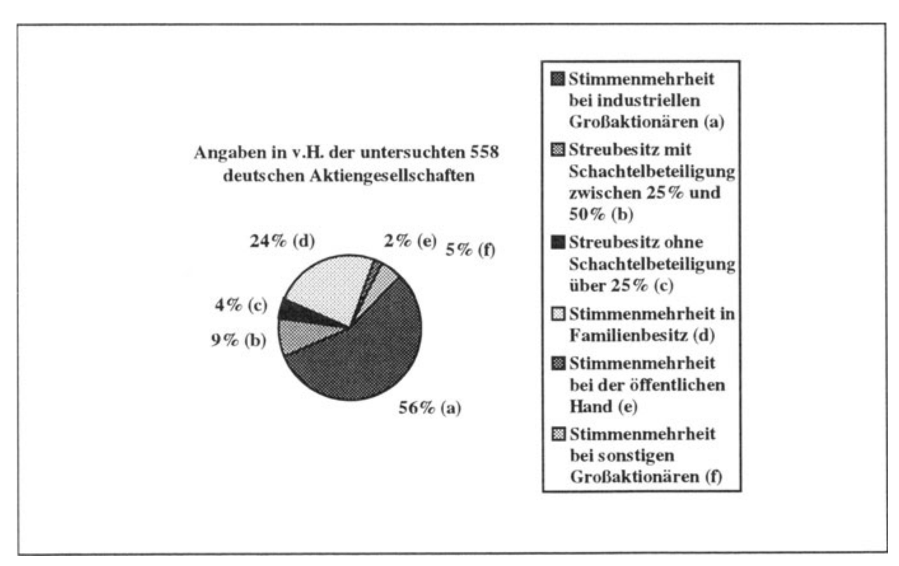


Abbildung 6: Stimmen-Mehrheitsverhältnisse bei börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften; Stand: 30. September 1994 [Quelle: Eigenerstellung]

---

611 Vgl. Peltzer (1989), S.72.

612 Vgl. MacLachlan; Mackesy (1989), S.378.

Mit dem Ausmaß industrieller Kapitalverflechtungen in Deutschland hat sich in der jüngeren Literatur u.a. *Adams* intensiv auseinandergesetzt. Vgl. Adams (1994), S.148ff. Vgl. ferner Hauschka; Roth (1988), S.196.

613 Einschließlich Kreditinstitute und Versicherungsgesellschaften.

614 Vgl. Hoppenstedt (1994).

Die erzielten Ergebnisse korrespondieren mit dem Befund einer - allerdings älteren - von *Iber* durchgeführten Untersuchung der Entwicklung der Aktionärsstruktur deutscher Aktiengesellschaften: *Iber* ermittelt für das Jahr 1983 bei 65,4 Prozent aller börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften einen Mehrheitsaktionär sowie bei weiteren 22,9 Prozent einen mit über 25 Prozent am Aktienkapital beteiligten Anteilseigner. Vgl. Iber (1985), S.1111.

Im Rahmen der Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in deutschen Unternehmen fällt den skizzierten Kapitalverflechtungen zwischen deutschen Aktiengesellschaften eine zentrale Bedeutung zu. Sie lassen sich u.a. als das Bestreben deutscher AG-Vorstände bzw. -Aufsichtsräte interpretieren, das Unternehmensinteresse an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit gegen feindliche Übernahmeversuche zu schützen[615]. Zwar ist es insbesondere in jüngerer Vergangenheit auch in Deutschland zu unfreundlichen Übernahmeversuchen gekommen (vgl. Tabelle 18). Ein Erfolg war derartigen Übernahmeversuchen jedoch nur in wenigen Ausnahmefällen beschieden[616]. Zu den aus Sicht des feindlichen Aufkäufers erfolgreich verlaufenen Übernahmen zählt z.B. die Akquisition der Sabo AG durch John Deere[617] sowie der Kauf der Hoesch AG durch die Fried. Krupp GmbH.

Die Übernahme der Zellstoffabrik Waldhof durch Hermann D. Krages, der WMF AG durch die Quist KG sowie der Harpener AG durch die Inspectorate AG stellen insoweit Sonderfälle dar, als es bereits vor der jeweils feindlichen Übernahme zur Bildung maßgeblicher Aktienpakete in den Händen verkaufsbereiter Investoren gekommen war. Die unfreundliche Übernahme fand in den genannten Fällen nicht durch einen Kauf der Aktien an der Börse oder ein öffentliches Übernahmeangebot statt, sondern erfolgte im Rahmen eines Wechsels des Großaktionärs[618]. Auf ähnliche Weise lief die Übernahme der Hoesch AG ab: Die Fried. Krupp GmbH war bereits vor der Initiierung der Übernahme zu 24,9 Prozent am Kapital der Hoesch AG beteiligt. Weitere 12 Prozent lagen bei der mit Krupp verbündeten Westdeutschen Landesbank[619].

---

615 Vgl. dazu Sünner (1991), der als für deutsche Manager maßgebliches Motiv für die Abwehr feindlicher Übernahmeversuche "die Furcht vor dem Verlust der unternehmerischen Selbständigkeit, der eine Beschränkung der Entfaltungsfreiheit zu Lasten der Gesellschaft, der Gesamtheit ihrer Aktionäre und ihrer Arbeitnehmer befürchten läßt" [Sünner (1991), S.458f.] identifiziert.

Die ablehnende Haltung der deutschen Wirtschaft gegenüber unfreundlichen Übernahmeversuchen kommt insbesondere in Äußerungen exponierter Repräsentanten deutscher Großunternehmen zum Ausdruck. So hat z.B. *Alfred Herrhausen* feindliche Unternehmensübernahmen als "Irrwege des amerikanischen Kapitalismus" bezeichnet. Zitiert nach Adams (1990), S.243. Vgl. dazu auch die Charakterisierung von Initiatoren feindlicher Übernahmen als "Räuber" durch *Hermann J. Abs* in der Welt am Sonntag vom 8.3.1987.

616 Vgl. Porter; Steiner (1993), S.211.

617 Vgl. Porter; Steiner, a.a.O.

618 Vgl. Peltzer (1989), S.69. Vgl. ferner Bird; Cammann (1990), S.344.

619 Vgl. Hoppenstedt (1991), S.405.

Jahr	Zielgesellschaft	Bieter/ Aufkäufer	Ausgang der Übernahmeofferte
1968/69	Zellstoffabrik Waldhof	H. D. Krages	erfolgreich
1971	WMF AG	Quist KG	erfolgreich
1987/88	Harpener AG	Inspectorate AG	erfolgreich
1988	Springer AG	Kirch-Gruppe	nicht erfolgreich
1988	Feldmühle Nobel AG	Flick	nicht erfolgreich
1988	Schering AG	ICN Pharmaceuticals	nicht erfolgreich
1988	Bibliographisches Institut und F. A. Brockhaus AG	Maxwell Communications	nicht erfolgreich
1990	Continental AG	Pirelli SpA	nicht erfolgreich
1990/92	AMB	AGF	nicht erfolgreich
1991	Sabo AG	John Deere	erfolgreich
1991/92	Hoesch AG	Fried. Krupp GmbH	erfolgreich

Tabelle 18: Feindliche Unternehmensübernahmeversuche in Deutschland seit 1968
[Quelle: Eigenerstellung][620]

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß für die Bundesrepublik Deutschland von der Existenz eines funktionsfähigen Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen - zumindest derzeit[621] - nicht gesprochen werden kann[622]. Dieses Fazit schließt nicht aus, daß es in der Zukunft zu einer Zunahme feindlicher Übernahmeaktivitäten im deutschen Kapitalmarkt kommen kann[623]. Gegen ein Aufkommen umfangreicher feindlicher Unternehmensübernahmeaktivitäten nach US-amerikanischem Vorbild in Deutschland sprechen jedoch eine Reihe von Faktoren:

"- die relative Enge des Marktes,

620 Vgl. Peltzer (1989), S.69. Vgl. Hermsen (1990). Vgl. Nolte; Leber (1990), S.577f. Vgl. o.V. (1991), S.44. Vgl. Rock (1992). Vgl. Porter; Steiner (1993), S.211.

Eine Übersicht über (feindliche und freundliche) Übernahmeangebote in Deutschland zwischen dem 1. Januar 1981 und dem 30. September 1988 findet sich bei Peltzer (1989), S.76ff.

621 Vgl. Hauschka; Roth (1988), S.196.

622 Vgl. Adams (1994), S.149. Vgl. Otto (1988), S.2, MacLachlan; Mackesy (1989), S.378, Peltzer (1989), S.76 sowie Bird; Cammann (1990), S.344.

623 Eine derartige Entwicklung wird in der Literatur z.T. prognostiziert. Vgl. insbes. Nolte; Leber (1990). Vgl. ferner Schwegmann; Pfaffenberger (1991), S.561 sowie Bühner (1993), S.749.

- die Struktur deutscher Aktiengesellschaften ...
- die Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat als verstetigendes, vom raider gänzlich unabhängiges und tendenziell der Unternehmensspitze loyales Element,
- die Struktur der deutschen Altersversorgung .... , die keine großen Anlagemittel bereithält,
- bestimmte Eigenarten des deutschen Geschäftsambientes, Tabuisierungen, Zuordnungen zu bestimmten Establishment-Reservaten und Klientelverhältnisse,
- (anscheinend) das Fehlen von Persönlichkeiten mit jener konquistadorhaften Rücksichtslosigkeit, die im Takeover-Spiel in den Vereinigten Staaten und in England zu beobachten sind"[624].

5.2.3. Rechtliche Regelung von Insidertrading in Deutschland

Mit Verabschiedung und Inkrafttreten des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes wird der Mißbrauch von Insiderwissen in der Bundesrepublik Deutschland verboten und unter Strafe gestellt[625]. Diese gesetzliche Kodifizierung des Insiderhandels in Deutschland geht auf eine EU-Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte zurück[626].

Das Gesetz verbietet allen Personen, die Zugriff haben auf

- nicht öffentlich bekannte
- Tatsachen[627],
- die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Wertpapieren beziehen und

---

624 Peltzer (1989), S.76. Parenthese und Kleinschreibung des Wortes "raider" im Original. Vgl. ferner Bird; Cammann (1990), S.344 sowie Nick (1991), S.878.

625 Vgl. dazu ausführlich Bundestagsdrucksache 12/6679 vom 27. Januar 1994. Vgl. ferner Peltzer (1994).

Eine Übersicht über die Entwicklung des Insiderrechts in Deutschland findet sich bei Schwarze (1994). Vgl. ebenda, S.124f. Vgl. ferner Peltzer (1994), S.746.

626 Vgl. Richtlinie 89/592/ EWG vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, auszugsweise abgedruckt bei Möller (1994), S.112. Vgl. Peltzer (1994), S.746.

Vgl. zur Bedeutung einer EU-Richtlinie für die nationale Gesetzgebung der EU-Mitgliedstaaten oben: Kapitel 2.2.1.1. dieser Arbeit sowie die dort zitierte Literatur. Vgl. dazu ferner Hopt (1994), S.89.

627 "Keine Tatsachen sind Werturteile und andere subjektive Einschätzungen, die bloße Meinungen darstellen." Möller (1994), S.104. Vgl. ebenda. Vgl. zur Abgrenzung von "Tatsachen" gegenüber "Meinungen und Gerüchten" ferner z.B. Claussen (1994), S.30.

- die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere[628] erheblich zu beeinflussen,

eine Teilnahme am Börsenhandel in den betreffenden Wertpapieren[629]. "Der Insiderbegriff ... ist weit gezogen"[630]: Das Gesetz unterscheidet in diesem Zusammenhang zwischen *Primär-* und *Sekundärinsidern.* Zum Kreis der Primärinsider gehören sämtliche Personen, die Insiderinformationen unmittelbar durch ihre berufliche Tätigkeit erfahren. Diesem Insiderkreis werden in der Literatur insbesondere folgende Personengruppen zugerechnet:

- Sämtliche Organmitglieder einer Aktiengesellschaft,
- Personen, die aufgrund einer Kapitalbeteiligung an einer Aktiengesellschaft Kenntnis von Insiderinformationen erlangen sowie
- Personen,. die aufgrund ihrer Berufsausübung bestimmungsgemäß Kenntnis von Insidertatsachen erlangen (z.B. Abschlußprüfer, Steuerberater, Unternehmensberater, Beamte der steuerrechtlichen Außenprüfung)[631].

Dem Kreis der Sekundärinsider gehört an, wer "nicht bestimmungsgemäß"[632] von einer Insidertatsache erfährt. "Die berühmten Lehrbuchbeispiele hierzu sind der Taxifahrer, der ein Gespräch von Fahrgästen belauscht, oder die Stewardess, die eine Unterhaltung von zwei Fluggästen mitanhört oder schließlich - ein Fall aus der amerikanischen Praxis - der Psychiater, dem seine frustrierte Patientin mitteilt, ihr Mann werde zu einer bestimmten Firma überwechseln."[633] *Claussen* spricht in diesem Zusammmenhang von einer "Ausweitung des Insiderbegriffs auf nahezu jedermann"[634].

---

628 Vgl. zur Eingrenzung des Begriffs "Insiderpapiere" Claussen, a.a.O., S.30f. Vgl. ferner Möller (1994), S.101f.

629 Vgl. Peltzer (1994), S.748. Vgl. kommentierend ebenda, S.748f. Vgl. ferner Assmann (1994), S.204 sowie insbes. ders. (1994a), S.237ff. Vgl. Claussen (1994). Vgl. Hopt (1994). Vgl. Möller (1994), insbes. S.101ff.. Vgl. Schwarze (1994).

Vgl. zu einer grundsätzlichen ökonomischen Analyse von Insider-Trading Rudolph (1994), S.115ff.

630 Claussen (1994), S.27. Vgl. zur Eingrenzung des Kreises der Insider Bundestagsdrucksache 12/6679, S.46f. Vgl. Schwarz (1994), S.126f.

631 Vgl. Claussen (1994), S.27f. Vgl. Möller (1994), S.103ff. Vgl. Peltzer (1994), S.747f. Vgl. Rudolph (1994), S.115.

632 Peltzer (1994), S.748.

633 Peltzer (1994), S.748.

634 Claussen (1994), S.28.

Primärinsider dürfen Insidertatsachen weder zum Handel in Insiderpapieren für eigene oder für fremde Rechnung ausnutzen noch Dritten aufgrund ihres Insiderwissens Empfehlungen geben oder Dritten Insidertatsachen anderweitig unbefugt mitteilen. "Der Sekundärinsider darf sich sein Wissen nur nicht unmittelbar zunutze machen ..., indem er Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen erwirbt oder veräußert."[635]

Neben dem Verbot von Insidertrading enthält das Gesetz in Gestalt von Publizitätspflichten hinsichtlich den Börsenkurs einer Aktiengesellschaft erheblich beeinflussender Tatsachen auch Vorschriften zur Prävention von Insidergeschäften[636].

"Die Effektivität oder, wenn man so will, die Strenge einer Insiderhandelsregelung ist ... eine Funktion der Sanktionen und des Überwachungsapparates."[637] Die vom Gesetzgeber bei Verstoß gegen daß Insiderhandelsverbot angedrohten Maßnahmen werden in der Literatur als streng beurteilt: "Mit der Androhung einer Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren geht das deutsche Insiderrecht nicht nur über das Maß der Strafandrohung in anderen Mitgliedstaaten der EU, sondern auch über dasjenige in Bezug auf andere vergleichbare Wirtschaftsstraftaten hinaus."[638] Eine positive Beurteilung durch die Literatur erfahren auch die gesetzlich vorgesehenen Überwachungsvorkehrungen gegen Insidervergehen: "Zur wirksamen Ermittlung von Insidertatbeständen gibt der Gesetzentwurf[639] dem [zuständigen] Bundsaufsichtsamt ein weitreichendes Instrumentarium an die Hand."[640]

Die Effektivität einer Rechtsvorschrift kann im Rahmen einer betriebswirtschaftlichen Dissertation nicht fundiert beurteilt werden. Als Fazit des - bewußt kurz gefaßten - vorliegenden Abschnitts sei daher lediglich festgehalten, daß ein - in der juristischen Literatur als wirksam anerkanntes - Insiderhandelsverbot in Deutschland (seit kurzem) besteht[641].

---

635 Peltzer (1994), S.748. Vgl. ebenda. Stand September 1994.

636 Vgl. Bundestagsdrucksache 12/6679, S.9. Vgl. Assmann (1994), S.200.

637 Assmann (1994), S.204.

638 Assmann (1994a), S.250. Vgl. ebenda.

639 Das Zitat bezieht sich auf den Diskussionsentwurf eines Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes des Bundesministeriums der Finanzen von Juli 1993. Vgl. o.V. (1994a), S. R 150.

640 O.V. (1994a), S. R 150. Vgl. Peltzer (1994), S.752. Vgl. o.V. (1993a), S. R 350. Vgl. dazu ferner o.V. (1994b), S.147ff.

Vgl. zum neuen Börsenaufsichtsrecht kritisch Claussen (1994a), insbes. S.971f..

641 Vgl. Assmann (1994a), S.238.

5.2.4. Einfluß der Börsenkursentwicklung deutscher Aktiengesellschaften auf das persönliche Vermögen ihrer Manager

Eine Kopplung von Management-Entlohnungsstrukturen an die Börsenkursentwicklung einer Aktiengesellschaft stellt ein Instrument zur Verhaltens- und Leistungsmotivation von Führungskräften dar[642]. Dieses Führungsinstrument ist insbesondere in den USA verbreitet[643] und tritt dort in verschiedenen Formen auf[644]:

"Restricted Stock Plans" räumen Führungskräften das Recht ein, Aktien ihres Unternehmens zu Vorzugskonditionen zu erwerben. Mit dem Aktienerwerb sind i.d.R. Auflagen verbunden, die z.B. die Veräußerbarkeit der Aktien vom Verstreichen eines bestimmten Zeitraums nach deren Erwerb abhängig machen. Im Rahmen von *"Stock Option Plans"* werden führenden Mitarbeitern Kaufoptionen auf Aktien des Unternehmens zugeteilt. *"Phantom Stock Plans"* orientieren sich am Aktienkurs der Unternehmung als Referenzgröße für die Erfolgsbeteiligung von Führungskräften, ohne daß es in diesem Zusammenhang zu einer Kapitalbeteiligung des in den Plan einbezogenen Personenkreises kommt: Zugeteilt werden lediglich eine bestimmte Anzahl *fiktiver* Aktien. Nach Ablauf eines festgelegten Zeitraums wird eine positive Differenz zwischen dem rechnerischen Wert der fiktiven Aktien zum Zuteilungszeitpunkt und dem Kurswert einer entsprechenden Aktienzahl zum Referenzzeitpunkt in bar oder in Aktien zugeteilt.

Die dargestellten Möglichkeiten der Verknüpfung von Führungskräfte-Entlohnung und Aktienkursentwicklung stehen auch deutschen Aktiengesellschaften grundsätzlich offen. Lediglich die Zuteilung von Kaufoptionen ist in Deutschland nicht realisierbar: Das deutsche Aktiengesetz gestattet die Emission von Optionen lediglich im Zusammenhang mit der Begebung von Schuldverschreibungen (Wandelschuldverschreibungen oder Optionsanleihen)[645].

---

642 Vgl. zur Bedeutung erfolgsabhängiger Vergütung für die Verhaltensmotivation von Führungskräften Bleicher (1992), Vorwort.

Hier und im folgenden wird eine Trennung von Eigentum und Leitung deutscher Aktiengesellschaften unterstellt. Vgl. dazu Gedenk; Albers (1994), insbes. S.340. Vgl. ferner dies. (1992).

643 Vgl. Becker; Holzer (1986), S.442f.

644 Vgl. hier und im folgenden Becker; Holzer, a.a.O., S.443f. Vgl. ferner Bühner (1989), S.2183ff.

645 Vgl. Bühner (1989), S.2184.

Von der grundsätzlich bestehenden Möglichkeit einer Aktienkurs-abhängigen Entlohnung leitender Mitarbeiter machen deutsche Aktiengesellschaften allerdings in nur geringem Umfang Gebrauch. So gelangen z.B. *Gedenk und Albers*[646] im Rahmen einer Befragung deutscher Aufsichtsräte zu dem Ergebnis, daß "[n]ur in 3 Prozent der ... befragten Aktiengesellschaften ... die Vorstände ... über eine Kapitalbeteiligung"[647] verfügen. *Bühner*[648] vergleicht die Entwicklung der Vorstandsbezüge mit der Kursentwicklung deutscher Aktiengesellschaften für den Zeitraum zwischen 1983 und 1988. Seine Untersuchung gelangt zu dem Ergebnis, daß insbesondere in Zeiten rückläufiger Aktienkurse eine Parallelität der Entwicklung von Aktionärsvermögen und Vorstandsentlohnung nicht gewährleistet ist[649;650].

Von einem ausgeprägten Zusammenhang zwischen der persönlichen Wohlfahrt von Führungskräften und dem Börsenkurs von Aktiengesellschaften ist in Deutschland generell nicht auszugehen: "Alles in allem wird Aktien und Aktienoptionen ... bei weitem nicht die Bedeutung beigemessen, die ihnen in den USA zukommt."[651] Als Grund hierfür wird neben ihrer tendenziell geringen Risikobereitschaft insbesondere eine mangelnde Aktionärsorientierung deutscher Manager angeführt[652]. Ferner gilt der Börsenkurs deutscher Aktiengesellschaften nicht als geeigneter Indikator für die langfristigen Zukunftsaussichten eines Unternehmens: Aktienkurse spiegeln den langfristigen Geschäftserfolg deutscher Unternehmen nur unvollkommen wider[653].

---

646 Vgl. Gedenk; Albers (1994).

647 Ebenda, S.340. Vgl. ferner dies. (1992).

648 Vgl. Bühner (1989).

649 Vgl. ebenda, S.2182.

650 Drei Beispiele für an den Aktienkurs gekoppelte Entlohnungskomponenten deutscher Führungskräfte finden sich bei *Bühner*, a.a.O., S.2183ff.: Danach weist die *Henkel KGaA* ihren leitenden Angestellten in Abhängigkeit vom Brutto-Geschäftsergebnis sowohl des Gesamtunternehmens als auch der einzelnen Ressorts Gratisaktien zu. Der Umfang der Aktienzuteilung (im Jahre 1988 maximal 12 Aktien je Führungskraft) ist allerdings gering. Im Juli 1986 hat die *Continental AG* die satzungsmäßigen Voraussetzungen für die Zuteilung von Wandelschuldverschreibungen an Führungskräfte geschaffen. Der Erwerb von insgesamt 13.000 Aktien zu Vorzugskonditionen wurde schließlich im Jahre 1989 einem einzelnen Vorstandsmitglied der *Hegener + Glaser AG* eingeräumt. Vgl. zu den angeführten Beispielen ausführlich Bühner, a.a.O. mit weiteren Literaturverweisen.

651 Gedenk; Albers (1992), S.514. Vgl. ferner Bleicher (1992), Vorwort.

652 Vgl. Bühner (1989), S.2183.

653 Vgl. Gedenk; Albers (1992), S.514. Vgl. dies. (1994), S.340.

Vgl. dazu die Ausführungen zur Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes in Kapitel 4.2.1.3. sowie in Kapitel 5.2.1. dieser Arbeit.

5.2.5. Zahlenmäßige Bedeutung von Kleinaktionären in Deutschland

Zur Ermittlung des für deutsche Aktiengesellschaften bestehenden Potentials zur Einsparung von "Shareholder Servicing"-Kosten greift die vorliegende Arbeit auf die Angaben zur Aktionärsstruktur deutscher Aktiengesellschaften bei Hoppenstedt[654] sowie auf statistisches Datenmaterial der Deutschen Bundesbank zu den durchschnittlichen Kurswerten der Wertpapierdepots inländischer Privatpersonen[655] zurück.

Angaben zur Anzahl ihrer Aktionäre finden sich bei Hoppenstedt für 59 börsennotierte Aktiengesellschaften. Soweit die Aktionärszahl im Rahmen einer Zählung exakt ermittelt wurde (in den Fällen der Aachener und Münchener Versicherung AG und der AMB Aachener und Münchener Beteiligungs-AG), wurde zur Ermittlung der Anzahl Streubesitzaktionäre der bei Hoppenstedt angegebene Wert um jeweils bekannte Großaktionäre bereinigt. In allen übrigen Fällen wurde die angegebene Aktionärszahl vollständig dem Streubesitz zugerechnet: Diese Vorgehensweise beeinflußt die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung nur unwesentlich, da einerseits die bei Hoppenstedt angegebenen Aktionärszahlen in diesen Fällen nur näherungsweise ermittelt wurden und andererseits die Anzahl der nicht dem Streubesitz zuzurechnenden Großaktionäre regelmäßig nur sehr gering ist. Auf dieser Basis errechnet sich der durchschnittliche Aktienbestand je Streubesitzaktionär aus der Aktionärszahl, der Anzahl emittierter Aktien sowie dem Streubesitzanteil am Aktienkapital (vgl. Tabelle 19). Die ermittelten Werte schließen Belegschaftsaktionäre mit ein.

Eine Analyse der Struktur des Streubesitzes an deutschen Aktiengesellschaften führt zu dem Ergebnis, daß bei einem Sechstel der untersuchten Unternehmen der durchschnittliche Aktienbestand je Streubesitzaktionär bei fünfzig Aktien oder darunter liegt. Ein durchschnittlicher Aktienbestand je Streubesitzaktionär von einhundert Stück Aktien oder weniger ist für knapp die Hälfte (46 Prozent) der untersuchten Unternehmen dokumentiert (vgl. Abbildung 7).

---

654 Vgl. Hoppenstedt (1994).

655 Vgl. o.V. (1994c). Vgl. dazu Hansen (1994).

Unternehmen	Anzahl Aktionäre	Anzahl emittierter Aktien	Streubesitz in v.H.	Durchschnittlicher Aktienbestand je Streubesitz-Aktionär in Stück Aktien
Aachener und Münchener Versicherung AG	8.420	2.330.000	23,0	63,6
AEG AG	70.000	18.623.434	19,8	52,6
AGIV Aktiengesellschaft für Industrie und Verkehrswesen	12.000	4.000.000	51,3	171
Allianz AG Holding	47.000	20.800.000	40,0	177
Allianz Lebensversicherungs-AG	8.700	4.800.000	9,1	50,2
AMB Aachener und Münchener Beteiligungs-AG	8.636	4.908.750	34,2	194,3
Asea Brown Boveri AG	3.000	6.240.047	3,0	62,4
AVA Allgemeine Handelsgesellschaft der Verbraucher AG	8.700	3.073.425	50,1	177
Badenwerk AG (Stammaktien)	20.000	9.086.540	18,7	85
BASF AG	400.000	58.450.161	89,9	131
Bayer AG	295.000	67.080.000	95,0	216
Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank AG	90.000	25.704.648	73,4	209,6
Bayerische Vereinsbank AG	113.000	20.760.000	86,5	158,9
BHF Bank Berliner Handels- und Frankfurter Bank	20.000	7.030.300	78,7	276,6
Berliner Kraft- und Licht (BEWAG)-AG	30.000	11.200.000	29,2	109
Bilfinger & Berger Bauaktiengesellschaft	11.000	3.000.000	74,9	204
Brauerei Moninger AG	90	160.000	20,1	356,6
Bremer Vulkan Verbund AG	40.000	14.640.000	100,0	366
Commerzbank AG	210.000	28.820.000	100,0	137,2
Daimler Benz AG	400.000	46.600.000	49,3	57,4
Degussa AG	40.000	8.580.00	63,0	135,1
Deutsche Babcock AG	44.000	7.000.000	90,0	143,2
Deutsche Bank AG[656]	(a) 116.800 (b) 55.800 (c) 26.000	47.254.479	(a) 19,1 (b) 10,7 (c) 9,2	(a) 77,3 (b) 90,6 (c) 167,2
DIBAG INDUSTRIEBAU AG	300	600.000	2,4	4,8
Dinkelacker Brauerei AG	1.200	300.000	4,0	10
Douglas Holding AG	2.500	2.868.360	42,5	487,6
Dresdner Bank AG	260.000	41.360.000	57,5	91,5
Eisen- und Hüttenwerke AG	4.300	880.000	12,0	24,6
Fränkisches Überlandwerk AG	2.500	1.800.400	6,9	49,7
Th. Goldschmidt AG	6.700	1.291.564	10,6	20,4
Hamburgische Elektricitäts-Werke AG	17.000	9.190.000	28,6	154,6

Tabelle 19: Durchschnittlicher Aktienbestand je Streubesitzaktionär (Teil 1)
[Quelle: Eigenerstellung]

656 Der Geschäftsbericht über das Geschäftsjahr 1993 gibt eine demographische Schichtung des Aktionärskreises in Belegschaftsaktionäre, Arbeitnehmer und Pensionäre, sonstige Privatpersonen, Selbständige sowie Institutionelle Anleger an. Die in der Tabelle angegebenen Daten beziehen sich auf (a) Arbeitnehmer und Pensionäre, (b) Sonstige Privatpersonen und (c) Selbständige.

(Tabelle 19: Fortsetzung)

Unternehmen	Anzahl Aktionäre	Anzahl emittierter Aktien	Streubesitz in v.H.	Durchschnittlicher Aktienbestand je Streubesitz -Aktionär in Stück Aktien
Hoechst AG	330.000	58.800.000	75,0	133,6
Philipp Holzmann AG	15.000	3.180.00	44,0	93,3
IWKA AG	14.000	2.240.000	100,0	160
Kali und Salz Beteiligungs-AG	18.000	5.000.000	23,0	63,9
Kampa-Haus AG	4.800	700.000	40,0	58,3
KERAMAG Keramische Werke AG	1.500	480.000	14,0	44,8
Klöckner-Werke AG	40.000	9.162.892	76,0	174,1
Knürr-Mechanik für die Elektronik AG (Vorzugs-Aktien)	1.000	120.000	100,0	120
Küppersbusch AG	270	225.000	3,0	25
Leffers AG	1.000	600.000	39,7	238
Leifheit AG	1.500	500.000	59,9	200
Leonberger Bausparkasse AG	3.300	1.695.000	18,0	92,5
MAN AG	60.000	15.420.000	54,2	139
Mannesmann AG	200.000	36.500.000	100,0	182,5
Mittelschwäbische Überlandzentrale AG	600	160.000	18,3	48,8
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG in München	12.000	7.583.500	40,0	252,8
Rheinelektra AG	4.400	2.800.000	28,0	178,2
Rütgerswerke AG	10.000	4.300.00	39,0	167
Siemens AG (Inhaber-Stammaktien)	607.000	55.050.425	100,0	90,7
STERN-BRAUEREI Carl Funke AG	400	394.080	20,0	197
Süddeutsche Bodencreditbank AG	2.500	1.100.000	20,0	88,0
Thüga AG	3.000	5.800	4,1	79,3
Thyssen AG	240.000	31.300.000	63,7	83
Thyssen Industrie AG	20.000	9.400.000	10,0	47
VEBA AG	486.000	48.600.000	79,8	79,8
VEREINS- UND WESTBANK AG	7.000	4.200.000	25,0	150
VICTORIA Holding AG	10.000	3.300.000	82,0	270,6
Volkswagen AG	728.000	27.000.000 (St.-Aktien) 6.412.500 (Vz.-Aktien)	80,0 100,0	38,5 (Gesamtdurchschnitt kumuliert für St.- und Vz.-Aktien)

Tabelle 19: Durchschnittlicher Aktienbestand je Streubesitzaktionär (Teil 2); Stand: 30. September 1994 [Quelle: Eigenerstellung]

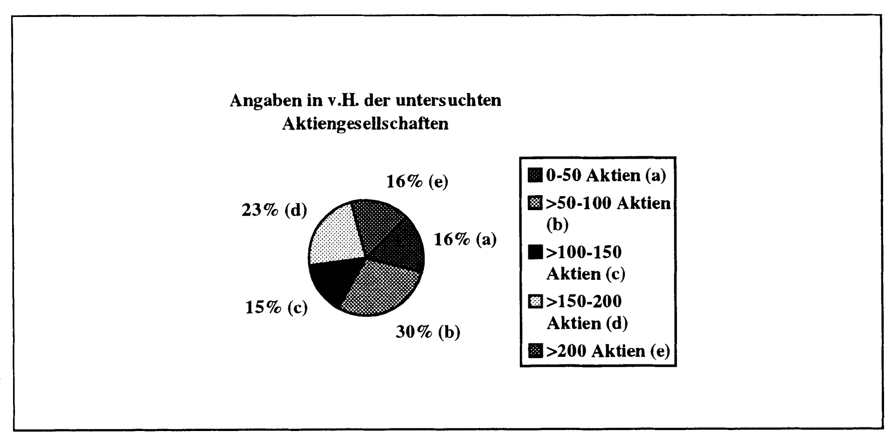


Abbildung 7: Prozentuale Aufteilung deutscher Aktiengesellschaften nach dem durchschnittlichen Aktienbestand je Streubesitzaktionär; Stand: 30. September 1994 [Quelle: Eigenerstellung]

Von der Deutschen Bundesbank per Jahresende 1993 ermittelte durchschnittliche Depotwerte inländischer Privatpersonen lassen eine breite Streuung der Aktienbestände *innerhalb des Streubesitzes* erwarten: Gemessen an Kurswerten halten selbständige Privatpersonen einen im Durchschnitt sechsmal so hohen Bestand an Aktien inländischer Emittenten wie unselbständige Privatpersonen (vgl. Tabelle 20). Der durchschnittliche Bestand von Aktien inländischer Emittenten in den Depots unselbständiger Privatpersonen liegt um ca. 40 Prozent unter dem entsprechenden Wert für sonstige inländische Privatpersonen sowie um ca. ein Drittel unter dem Durchschittswert für alle Privatpersonen insgesamt.

Deponentengruppe	Gesamtanzahl der Depots	Durchschnittlicher Bestand an inländischen Aktien je Depot
Selbständige Privatpersonen	877.000	DM 66.788,--
Unselbständige Privatpersonen	10.906.000	DM 11.108,--
Sonstige inländische Privatpersonen	3.142.000	DM 18.538,--
Privatpersonen insgesamt	14.925.000	DM 16.408,--

Tabelle 20: Durchschnittliche Aktienbestände inländischer Emittenten in Depots inländischer Privatpersonen; Kurswerte in DM per Jahresende 1993 [Quelle: Deutsche Bundesbank 1994]

Gemessen am Durchschnittskurs der 30 Werte des Deutschen Aktienindex (DAX) per 30. Dezember 1993 in Höhe von DM 579,20 je Aktie[657] entsprechen die in Tabelle 19 dokumentierten Aktienbestände inländischer Emittenten per Jahresende 1993 für selbständige Privatpersonen im Durchschnitt Stück 115,3 Aktien, für unselbständige Privatpersonen Stück 19,2 Aktien, für sonstige Privatpersonen Stück 32 Aktien und für alle Privatpersonen insgesamt durchschnittlich Stück 28,3 Aktien.

Die ermittelten durchschnittlichen Aktienbestände stellen lediglich grobe Näherungswerte dar: Die Anzahl der Streubesitzaktionäre in Tabelle 19 schließt sowohl Belegschaftsaktionäre (mit zu erwartendem relativ geringem Anteilsbesitz) als auch institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften bzw. Investmentfonds, etc ... mit wohl deutlich überdurchschnittlichen Depotvolumina) mit ein. Insbesondere die anhand der Depotstatistik der Deutschen Bundesbank geschätzten Durchschnittsbestände an Aktien inländischer Emittenten bei Privatanlegern lassen jedoch die Schlußfolgerung zu, daß der Aktionärskreis deutscher Aktiengesellschaften zu einem zahlenmäßig nennenswerten Anteil aus Kleinaktionären mit vergleichsweise geringem Anteilsbesitz besteht.

Tabelle 21 stellt die Ausprägung von im Rahmen der Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien relevanten Einflußfaktoren in Deutschland zusammenfassend dar.

Einflußfaktoren	**Ausprägung in Deutschland**
Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes	Schwache Informationseffizienz
Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen	Kein funktionsfähiger Markt für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen in Deutschland
Ausmaß der Zulässigkeit von Insidertrading	Existenz eines in der juristischen Literatur als restriktiv beurteilten Insidertrading-Verbotes
Einfluß der Aktienkursentwicklung auf das persönliche Vermögen von Managern	Keine nennenswerte Kopplung von Manager-Wohlfahrt an die Börsenkursentwicklung deutscher Aktiengesellschaften
Zahlenmäßige Bedeutung von Kleinaktionären	Nennenswerte Anzahl von Aktionären mit nur geringem Anteilsbesitz

Tabelle 21: Ausprägung von im Rahmen der Beurteilung von Aktienrückkäufen relevanten Einflußfaktoren im deutschen Kapitalmarkt [Quelle: Eigenerstellung]

---

657 Quelle: Hoppenstedt (1994).

Im folgenden Kapitel wird der Erwerb eigener Aktien vor dem Hintergrund der für Deutschland ermittelten Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen:

1. Schwache Informationseffizienz des Kapitalmarktes im Sinne der Konzeption Famas[658],

2. weitestgehende Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen,

3. Existenz eines in der juristischen Literatur als wirksam eingestuften Insidertrading-Verbotes,

4. vernachlässigbarer Einfluß der Börsenkursentwicklung deutscher Aktiengesellschaften auf die Wohlfahrt ihrer Führungskräfte sowie

5. relativ starke zahlenmäßige Bedeutung von Aktionären mit vergleichsweise geringem Anteilsbesitz

abschließend zu beurteilen sein.

5.3. Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien vor dem Hintergrund konkreter deutscher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen

5.3.1. Erwerb eigener Aktien und Unternehmensinteresse

Im Zusammenhang mit der Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien vor dem Hintergrund des Unternehmensinteresses kommt insbesondere der festgestellten Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Deutschland sowie der vergleichsweise starken Bedeutung von Kleinaktionären mit relativ geringem Anteilsbesitz Bedeutung zu.

658 Vgl. Fama (1970).

5.3.1.1. Bedeutung der Funktionsunfähigkeit des "Market for Corporate Control" in Deutschland

Aufgrund der weitgehenden Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen kommt dem Erwerb eigener Aktien als Übernahmeabwehrinstrument in Deutschland keine Bedeutung im Rahmen der Wahrung des Unternehmensinteresses an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit zu.

Die Funktionsunfähigkeit des "Market for Corporate Control" in Deutschland ermöglicht dem Management deutscher Aktiengesellschaften eine Ausrichtung ihrer Unternehmenspolitik auf die Interessen des "Corporate actor". Die sich daraus ergebenden Konsequenzen für die Finanzierungspraxis deutscher Aktiengesellschaften betreffen im Zusammenhang mit einem Erwerb eigener Aktien insbesondere das Verhältnis einer Unternehmung zu ihren Gläubigern:

Strategien zur Schädigung von Gläubigern durch "ex-post" Veränderungen der Kapitalstruktur eines Unternehmens[659] kommen Eigenkapitalgebern zugute, schaden aber allen übrigen vom wirtschaftlichen Schicksal eines Unternehmens abhängigen Interessengruppen, da der Fortbestand des Unternehmens gefährdet wird. Die Tatsache, daß Manager deutscher Aktiengesellschaften nicht primär den "Shareholder-Value"-Ansatz verfolgen, sondern ihr Entscheidungsverhalten in erster Linie am Unternehmensinteresse ausrichten - und sie auch keine latente Übernahmebedrohung zu einer Fokussierung allein auf Aktionärsinteressen zwingt - reduziert ceteris paribus die Wahrscheinlichkeit eines Mißbrauchs von Aktienrückkäufen in Form eines "overleveraging" durch einen Erwerb eigener Aktien in Deutschland.

5.3.1.2. Bedeutung der Existenz von Kleinaktionären mit relativ geringem Anteilsbesitz

Die dokumentierte zahlenmäßige Bedeutung von Aktionären mit vergleichsweise geringem Anteilsbesitz stellt für deutsche Aktiengesellschaften ein Potential zur Senkung von "Shareholder Servicing"-Kosten dar. Ein Erwerb eigener Aktien ermöglichte deutschen Aktiengesellschaften eine Ausschöpfung dieses Kostensenkungspotentials und könnte daher zur Förderung des Unternehmensinteresses an Erfolgssicherung und Rentabilität beitragen.

---

659 Vgl. dazu die in Kapitel 3.3 dieser Arbeit skizzierten Risiken und Mißbrauchmöglichkeiten im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien.

Andererseits spielt die Vermögensanlage in Aktien bei deutschen privaten Haushalten - wohl historisch bedingt[660] - eine im Vergleich zu anderen Anlageformen nur unbedeutende Rolle: Lediglich fünf Prozent der deutschen Bevölkerung besitzen Aktien. Von der Gesamtersparnisbildung in Deutschland in Höhe von 3,8 Billionen DM entfallen auf Aktien lediglich fünf bis sechs Prozent[661]. Angesichts der untergeordneten Bedeutung der Aktie im Anlageentscheidungskalkül privater Haushalte ist seitens des deutschen Gesetzgebers das Bestreben erkennbar, das Aktiensparen zu fördern. So zielt beispielsweise das jüngst in Kraft getretene 2. Finanzmarktförderungsgesetz u.a. auf eine Erhöhung der Attraktivität der Aktie als Anlagemedium für Privatanleger[662]. Zu diesem Zweck sieht das Gesetz z.B. eine Herabsetzung des Aktien-Mindestnennbetrages auf DM 5,-- vor[663]. Dem Ziel, die Attraktivität der Aktie als Anlageobjekt zu erhöhen, dient ferner ihre Begünstigung z.B. gegenüber festverzinslichen Wertpapieren und Bankeinlagen im Rahmen der Neufestsetzung der Vermögensteuertarife ab dem 1. Januar 1995[664]. Vor dem Hintergrund dieses in Deutschland feststellbaren Bestrebens, dem Anlagemedium "Aktie" breitere Anlegerkreise zu erschließen, muß ein Erwerb eigener Aktien zwecks Auskauf von Kleinaktionären kontraproduktiv erscheinen.

5.3.2. Einfluß des Erwerbs eigener Aktien auf die Informationsverteilung auf dem deutschen Kapitalmarkt

5.3.2.1. Informationsgehalt des Erwerbs eigener Aktien

Aufgrund des gesetzlichen Verbotes von Aktienrückkäufen entzieht sich der Informationsgehalt eines Erwerbs eigener Aktien in Deutschland einer empirischen Analyse. Auf der Grundlage empirisch ermittelter Kursreaktionen deutscher Aktien infolge einer anderweitigen Weitergabe von dem Kapitalmarkt bisher unbekannten Informationen hinsichtlich des Geschäftserfolgs einer Aktiengesellschaft erscheint die Folgerung gerechtfertigt, daß sich die einem Erwerb

---

660 Vgl. dazu Rathenau (1918), S.26ff., insbes. S.33f.

661 Vgl. zur Bedeutung der Aktie als Anlagemedium privater Haushalte in der Bundesrepublik Claussen (1994a), S.974.

662 Vgl. o.V. (1993a), S. R 352. Vgl. Ackermann (1994).

663 Genau das Gegenteil befürwortete *Rathenau* vor nunmehr über 75 Jahren: "Erwägenswerter scheint es, wenn schon etwas zur Fürsorge gegen mißgeleitete Kapitalsanlagen [!] geschehen soll, ob nicht durch Gesetzesbestimmung die Höhe des Mindestanteils auf ein Mehrfaches des bisherigen gesteigert werden sollte." Rathenau (1918), S.33.

664 Vgl. dazu Christoffel (1993).

eigener Aktien inhärente Information nur unvollständig sowie mit zeitlicher Verzögerung in den Kursen von an deutschen Wertpapierbörsen gehandelten Aktien niederschlägt[665].

Hinsichtlich der Faktoren, die die Glaubwürdigkeit der Informationspolitik von Insidern im Rahmen von Aktienrückkäufen beeinflussen, ergibt sich aus der Sicht unternehmensexterner Kapitalmarktteilnehmer ein differenziertes Bild:

Positiv auf die Glaubwürdigkeit von im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien übermittelten Informationen wirkt sich das deutsche Insidertrading-Verbot aus: Anreize zu einer Irreführung des Kapitalmarktes durch Insider zwecks persönlicher Bereicherung werden aufgrund insbesondere der in der Literatur[666] betonten Strenge der Strafandrohung bei Insidervergehen deutlich reduziert.

Eine *Beeinträchtigung* erfährt die Glaubwürdigkeit von Informationen, die dem Kapitalmarkt im Rahmen von Aktienrückkäufen übermittelt werden, demgegenüber infolge sowohl der weitestgehenden Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen in Deutschland als auch des nur geringen Einflusses der langfristigen Börsenkursentwicklung einer deutschen Aktiengesellschaft auf die persönliche Wohlfahrt ihres Managements:

- Eine fehlende Bedrohung durch feindliche Unternehmensübernahmeversuche reduziert ceteris paribus die Bedeutung, die das Management einer deutschen Aktiengesellschaft der Börsenbewertung "ihres"[667] Unternehmens beimißt: Die Börsenbewertung einer deutschen Aktiengesellschaft ist hauptsächlich im Falle einer Eigenkapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt relevant. In diesem Zusammenhang führt ein hoher Aktienkurs zu niedrigen Eigenkapitalkosten. Die Relevanz einer hohen Börsenbewertung wird jedoch durch die in Deutschland bedeutende Rolle von zum Kapitalmarkt alternativen Finanzierungsquellen relativiert[668]. Der Gedanke, sich eine Reputation dahingehend aufzubauen, dem Kapitalmarkt im Rahmen beobachtbarer Finanzierungsentscheidungen ausschließlich tatsachengerechte Informationen zu übermitteln, um nicht Opfer eines feindlichen Übernahmeversuchs zu

---

665 Vgl. insbes. Möller (1985).

666 Vgl. dazu oben: Kapitel 5.2.3.

667 Vgl. zur Identifikation des Managements mit "seinem" Unternehmen in Deutschland Raiser (1976), S.110.

668 Vgl. dazu Jacob (1993), S.101.

werden, spielt im Entscheidungskalkül deutscher Unternehmensinsider dementsprechend eine allenfalls sekundäre Rolle[669].

- Der geringe Einfluß der langfristigen Börsenkursentwicklung deutscher Aktiengesellschaften auf das persönliche Vermögen ihres jeweiligen Managements führt dazu, daß sich Unternehmensinsider einem im Durchschnitt nur geringen persönlichen Wohlfahrtsrisiko aus der Festsetzung eines überhöhten Aktienrückkaufpreises aussetzen.

Die starke Bedeutung von zum Kapitalmarkt alternativen Finanzierungsquellen sowie die Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrecht in Unternehmen in Deutschland reduzieren die für Manager-Insider bestehenden Anreize zur Verfolgung einer aktiven Informationspolitik durch für den Kapitalmarkt beobachtbare Finanzierungsentscheidungen und damit auch durch Aktienrückkäufe. Diese Anreize werden durch die Bedeutung des Unternehmensinteresses - und die dementsprechend untergeordnete Bedeutung der Maximierung des Unternehmenswertes - als der im Rahmen der Konfliktlösung zwischen verschiedenen Interessentengruppen in Deutschland relevanten Zielgröße weiter abgeschwächt. Eine Beeinträchtigung erfahren für Unternehmensinsider deutscher Aktiengesellschaften bestehende Anreize zur Verfolgung einer aktiven Informationspolitik durch Aktienrückkäufe schließlich auch durch die nur schwache Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes: Die nur schwache Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes beeinträchtigt die für deutsche Unternehmen im Rahmen ihrer Signalling-Aktivitäten in Form einer Angleichung des Börsenkurses an den inneren Wert ihrer Aktien anfallenden Signalling-Erträge. Dadurch ergibt sich für den deutschen Kapitalmarkt z.B. im Vergleich zum in halbstrenger Form informationseffizienten US-amerikanischen Kapitalmarkt ein ungünstigeres Verhältnis zwischen Signalling-Erträgen und Signalling-Kosten[670] und als Konsequenz eine geringere Signalling-Aktivität rational handelnder Unternehmensinsider in Deutschland.

5.3.2.2. Informationswirkungen von Aktienrückkäufen hinsichtlich des systematischen Risikos einer Aktie

Der Einfluß von Aktienrückkäufen auf das systematische Risiko einer Aktie spiegelt sich auf in nur schwacher Form informationseffizienten Kapitalmärkten nicht unmittelbar und vollständig

---

669 Vgl. Jacob (1993), S.103f.

670 Vgl. zu den im Rahmen einer Informationsweitergabe durch Aktienrückkäufe anfallenden Signalling-Kosten oben: Kapitel 4.2.3. dieser Arbeit, insbesondere Tabelle 15.

in Wertpapierpreisen wider. Infolge dieses Zusammenhangs führen auch beobachtbare Aktienrückkäufe - bzw. deren Einfluß auf Kapitalstruktur und systematisches Aktienrisiko eines Unternehmens - zu einer Fehlbewertung von Aktien durch den deutschen Kapitalmarkt.

5.4. Zusammenfassung

Zu den Rahmenbedingungen des deutschen Kapitalmarktes zählen ein nur schwaches Informationseffizienzniveau, die weitgehende Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen, die Existenz eines in der juristischen Literatur als streng beurteilten Insidertradingverbots, das Fehlen einer nennenswerten Kopplung von Manager-Wohlfahrt an die Börsenkursentwicklung deutscher Aktiengesellschaften sowie die Existenz einer nennenswerten Anzahl von Aktionären mit vergleichsweise geringem Anteilsbesitz.

Die explizite Berücksichtigung dieser Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen übt bedeutenden Einfluß auf die Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien als Instrument des Finanzmanagements von Unternehmen vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes aus.

Vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes erweist sich der Erwerb eigener Aktien als für den deutschen Kapitalmarkt nur bedingt wertvolles Finanzmanagementinstrument:

- Ein Erwerb eigener Aktien zwecks *Reduktion von "Shareholder Servicing"-Kosten* läuft dem Bestreben des deutschen Gesetzgebers zuwider, dem Anlagemedium "Aktie" breitere Anlegerkreise zu erschließen.

- Die aus der Sicht des Unternehmensinteresses positiv zu bewertende *Möglichkeit zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmeversuche* durch Aktienrückkäufe wird durch die weitestgehende Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen in Deutschland relativiert.

- Eine *Einflußnahmemöglichkeit auf den eigenen Börsenkurs* ist im Rahmen von Aktienrückkäufen in Deutschland in z.B. im Vergleich zu den USA deutlich geringerem Umfang zu erwarten: Dafür sprechen

1. das nur schwache Informationseffizienzniveau des deutschen Kapitalmarktes,

2. die aus der Funktionsunfähigkeit des "Market for Corporate Control" in Deutschland sowie dem vernachlässigbaren Einfluß der langfristigen Börsenwertentwicklung einer Aktiengesellschaft auf die persönliche Wohlfahrt ihres Managements resultierende vergleichsweise geringe Glaubwürdigkeit von im Rahmen von Aktienrückkäufen übermittelten Informationen sowie

3. die infolge nur geringer zu erwartender Signalling-Erträge vergleichsweise geringen Anreize für Manager deutscher Aktiengesellschaften, eine aktive Informationspolitik z.B. in Form von beobachtbaren Aktienrückkaufentscheidungen zu verfolgen.

Gegebenenfalls eintretenden positiven Auswirkungen von Aktienrückkäufen auf die Informationsverteilung auf dem deutschen Kapitalmarkt stehen negative Informationswirkungen hinsichtlich der Kapitalstrukturentwicklung von Unternehmen infolge eines Erwerbs eigener Aktien gegenüber. Diese negativen Informationswirkungen treten infolge der nur schwachen Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes auch im Zusammenhang mit für den Kapitalmarkt hinsichtlich ihrer Kapitalstruktureffekte beobachtbaren Aktienrückkäufen auf.

- Aufgrund der Ausrichtung der *Kapitalstrukturpolitik* am Unternehmensinteresse an einer soliden, die langfristige Existenz der juristischen Person "Aktiengesellschaft" sichernden Eigenkapitalausstattung kommt dem Erwerb eigener Aktien als Instrument zur Kapitalstrukturgestaltung eine ebenfalls nur untergeordnete Bedeutung zu. Zwar wäre ein Erwerb eigener Aktien in diesem Zusammenhang geeignet, die gesamten Kapitalkosten deutscher Aktiengesellschaften ggf. positiv zu beeinflussen. Ein am Unternehmensinteresse orientiertes Finanzmanagement würde von einer dem Unternehmensinteresse zuwiderlaufenden Eigenkapitalreduktion in Form von Aktienrückkäufen jedoch absehen.

6. Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse

Ein Erwerb ihrer eigenen Aktien ist deutschen Aktiengesellschaften grundsätzlich untersagt. Ausnahmen von diesem grundsätzlichen Erwerbsverbot sieht das deutsche Aktiengesetz zwar vor, diese Ausnahmefälle sind jedoch streng reglementiert.

Im Vergleich mit den diesbezüglichen Rechtsvorschriften in ausgewählten Drittstaaten erweist sich die deutsche rechtliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien als restriktiv. Die Beschränkung von Aktienrückkäufen in Deutschland geht über das von der in diesem Zusammenhang für den deutschen Gesetzgeber maßgeblichen Zweiten EU-Richtlinie [Kapitalrichtlinie] geforderte Mindestmaß deutlich hinaus. Insbesondere die USA - nach der jüngsten Reform des Obligationenrechts aber auch z.B. die Schweiz - räumen dort inkorporierten Aktiengesellschaften demgegenüber erhebliche Freiräume zum Erwerb ihrer eigenen Aktien ein.

Unter Verweis auf Erfahrungen mit Aktienrückkäufen in den USA sowie auf Ergebnisse US-amerikanischer finanzierungswissenschaftlicher Forschung wird insbesondere in jüngerer Zeit in der deutschen Literatur über eine Lockerung des grundsätzlichen Aktienrückkaufverbotes in Deutschland nachgedacht. Unter Bezugnahme auf US-amerikanische Quellen werden von einem Erwerb eigener Aktien Impulse zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland erwartet.

Als Instrument des Finanzmanagements einer Aktiengesellschaft ermöglichen Aktienrückkäufe für Unternehmen

- eine Reduktion von "Shareholder Servicing"-Kosten im Rahmen einer zahlenmäßigen Verkleinerung des Aktionärskreises,
- eine Einflußnahme auf den Ausgang von unfreundlichen Übernahmeversuchen,
- eine Beeinflussung des eigenen Börsenkurses sowie
- eine Gestaltung ihrer Kapitalstruktur im Rahmen einer Ausschüttung überschüssiger Liquidität an Aktionäre.

Ein Erwerb ihrer eigenen Aktien ist einer Aktiengesellschaft auf dem Wege verschiedener Aktienrückkaufmethoden möglich. Verschiedene Aktienrückkaufmethoden erweisen sich als zur Erreichung der genannten Finanzierungsziele in unterschiedlichem Maße geeignet.

Die Zielsetzung der vorliegenden Dissertation bestand darin, den Erwerb eigener Aktien im Kontext konkreter Rahmenbedingungen des deutschen Kapitalmarktes vor dem Hintergrund

von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes zu analysieren. Die Untersuchung führte insbesondere zu folgenden Ergebnissen:

1. Die Konfliktlösungskalküle, die für das Management US-amerikanischer "Corporations" bzw. deutscher Aktiengesellschaften im Rahmen einer Konfliktlösung zwischen Ressourcenträgern maßgeblich sind, divergieren grundlegend. Das Management einer US-amerikanischen "Corporation" richtet sein Finanzierungsverhalten an der Maximierung des Unternehmenswertes aus. Im Mittelpunkt unternehmerischer Entscheidungskalküle steht für Finanzmanager deutscher Aktiengesellschaften demgegenüber das Unternehmensinteresse, unter das im Rahmen dieser Dissertation das Interesse an Selbsterhalt, an Erfolgssicherung und Rentabilität sowie an der Aufrechterhaltung wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit subsumiert werden.

   Auf der Grundlage dieser unterschiedlichen Konfliktlösungskalküle ergibt sich aus deutscher Sicht eine von der US-amerikanischen Sicht teilweise abweichende Beurteilung der sich durch Aktienrückkäufe für Unternehmen eröffnenden finanzierungspolitischen Gestaltungsspielräume:

   - Dem Ziel der *Maximierung des Unternehmenswertes* dient ein Erwerb eigener Aktien zwecks Auskauf von Kleinaktionären bzw. zwecks der daraus resultierenden Einsparung von "Shareholder Servicing"-Kosten, zwecks Beeinflussung des Börsenkurses einer Aktiengesellschaft sowie eine Ausschüttung temporär nicht benötigter Liquidität an Aktionäre. Beeinträchtigt wird der Unternehmenswert hingegen durch Aktienrückkäufe, die sich auf die Abwehr einer feindlichen Übernahme richten.

   - Im *Unternehmensinteresse* liegen Aktienrückkäufe

     (1) zwecks Auskauf von Kleinaktionären: Die Einsparung von "Shareholder Servicing"-Kosten begünstigt das Unternehmensinteresse an Erfolgssicherung und Rentabilität,

     (2) zwecks Einflußnahme auf den Ausgang von Unternehmensübernahmeversuchen: Die Abwehr einer feindlichen Übernahme schützt das Unternehmensinteresse an einer Aufrechterhaltung wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit, sowie

     (3) zwecks Beeinflussung des eigenen Börsenkurses: Ein hoher Börsenkurs schützt grundsätzlich vor feindlichen Übernahmeangeboten und dient insoweit dem Unternehmensinteresse an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit. Daneben sinken mit steigendem Börsenkurs die Eigenkapitalkosten einer Aktiengesellschaft. Eine daraus

ggf. resultierende Substitution von Fremd- durch Eigenkapitalfinanzierung liegt im Unternehmensinteresse an Selbsterhalt durch Gewährleistung einer soliden Eigenkapitalausstattung.

Temporär nicht benötigte Liquidität stellt nach deutschem Verständnis eine strategische Kapitalreserve dar, die eine Aktiengesellschaft im Interesse an ihrem Selbsterhalt von der Bereitschaft und der Fähigkeit ihrer Aktionäre zu externer Eigenmittelzufuhr unabhängig macht. Ein Erwerb eigener Aktien zwecks Ausschüttung dieser Liquidität würde dem Unternehmensinteresse demzufolge zuwiderlaufen.

2. Einfluß auf die Informationsverteilung auf Kapitalmärkten üben Aktienrückkäufe auf zweierlei Weise aus:

   Die *Signalwirkung* eines Erwerbs eigener Aktien vermittelt dem Kapitalmarkt Informationen hinsichtlich der Einschätzung der wirtschaftlichen Zukunftsaussichten eines Unternehmens durch Insider. Eine Umsetzung dieser Informationen in Wertpapierpreise führt ceteris paribus zu einem Abbau von Informationsasymmetrie. Das Ausmaß dieses Signalling-Effekts des Erwerbs eigener Aktien variiert je nach Erwerbsmethode sowie in Abhängigkeit von den für Unternehmensinsider bestehenden Anreizen zur Verfolgung einer tatsachengerechten Informationspolitik. Maßgeblichen Einfluß auf diese Anreize üben die Funktionsfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Unternehmen, das Ausmaß der Zulässigkeit von Insidertrading sowie der Einfluß der Börsenwertentwicklung einer Aktiengesellschaft auf das persönliche Vermögen ihres Managements aus.

   Die mit jedem Erwerb eigener Aktien einhergehende *Variation des systematischen Risikos* der Aktien des den Aktienrückkauf tätigenden Unternehmens kann andererseits zu einer Vergrößerung der Informationsasymmetrie zwischen verschiedenen Kapitalmarktteilnehmern hinsichtlich der Rendite- und Risikoeigenschaften einer Aktie führen. Das Ausmaß dieses Kapitalstruktur-Effekts eines Erwerbs eigener Aktien hängt von der Beobachtbarkeit verschiedener Aktienrückkaufmethoden, dem Informationseffizienzniveau des Kapitalmarktes sowie dem Umfang einer Aktienrückkauftransaktion ab.

3. Die Berücksichtigung konkreter deutscher Kapitalmarkt-Rahmenbedingungen relativiert den von einer Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien zu erwartenden Nutzen für den Finanzplatz Deutschland:

Die Bedeutung des Erwerbs eigener Aktien als Instrument zur Wahrung des Unternehmensinteresses an wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit angesichts einer Bedrohung durch einen feindlichen Übernahmeversuch wird durch die weitestgehende Funktionsunfähigkeit des Marktes für Lenkungs- und Entscheidungsrechte in Deutschland eingeschränkt.

Eine Analyse der Aktionärsstruktur deutscher Aktiengesellschaften deutet auf die Existenz einer nennenswerten Anzahl von Aktionären mit nur geringem Anteilsbesitz in Deutschland hin. Ein Auskauf von Kleinaktionären im Rahmen eines Erwerbs eigener Aktien erscheint jedoch angesichts des in Deutschland feststellbaren Bestrebens, die Popularität der Aktie als Anlagemedium bei Privathaushalten zu erhöhen, kontraproduktiv.

Aufgrund der nur schwachen Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes, des lediglich geringen Einflusses der Börsenkursentwicklung einer deutschen Aktiengesellschaft auf das persönliche Vermögen ihres Managements sowie vor dem Hintergrund der für Finanzmanager deutscher Aktiengesellschaften bestehenden geringen Anreize zur Verfolgung einer aktiven, tatsachengerechten Informationspolitik durch für den Kapitalmarkt beobachtbare Finanzierungsentscheidungen ist nicht zu erwarten, daß Aktienrückkäufe in Deutschland einen ähnlich positiven Einfluß auf die Informationsverteilung auf dem Kapitalmarkt - und damit auf den Börsenkurs von Aktien - ausüben wie in den USA.

Quellen

Gesetze, Gesetzentwürfe, Richtlinien, Verträge und Verordnungen

Bundesrepublik Deutschland

Aktiengesetz (einschließlich der Aktiennovelle vom 11. Juli 1870, der Aktiennovelle vom 18. Juli 1884, des Gesetzes vom 30. Januar 1937 sowie des Gesetzes vom 23. Dezember 1959)
2. Finanzmarktförderungsgesetz
GmbH-Gesetz
Handelsgesetzbuch (einschließlich der Novelle des §226 HGB vom 14. Mai 1936)

Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts:
- Bundestagsdrucksachen 6/3070, 8/1678 und 8/2251
- Bundesratsdrucksachen 197/70 und 2/78

Diskussionsentwurf eines Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes des Bundesministeriums der Finanzen, Juli 1993
- Bundestagsdrucksache 12/6679

Referentenentwurf zu §71 AktG des Bundesministers der Justiz, Februar 1993

Europäische Union

EWG-Vertrag

Zweite **Richtlinie** vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts [Kapitalrichtlinie], 77/91/EWG
Richtlinie vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, 89/592/EWG

Frankreich

Arrêté homologuant le règlement 90-04 de la Commission des Opérations de Bourse relatif à l'établissement des cours du Ministre des Finances du 5 Juillet 1990

Loi du 24 Juillet 1966
Loi du 30 Septembre 1981

Ordonnance Nr. 86-1134 du 21 Octobre 1986

Schweiz

revidiertes Obligationenrecht

Botschaft über die Revision des Aktienrechts, Drucksache 83015, Bern, 23. Februar 1983

USA

Model Business Corporations Act (MBCA)
California General Corporation Law
Delaware General Corporation Law
New York Business Corporation Law

Literatur

Acharya, S. (1988): A Generalized Econometric Model and Tests of a Signalling Hypothesis with Two Discrete Signals, The Journal of Finance 43, 1988, S.413-429

Ackermann, G. (1994): Ist der Aufsichtsrat selbst in der Krise ? Der Betrieb, Heft 16/1994, S.I

Adams, M. (1990): Was spricht gegen die unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer ? AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 6/1990, S.243-252

Adams, M. (1994): Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der "Deutschland AG", AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 4/1994, S.148-158

Adler; Düring; Schmaltz (1990): Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen; Kommentar zum HGB, AktG, GmbHG, PublG nach den Vorschriften des Bilanzrichtlinien-Gesetzes, 5. Auflage, 1990

Akerlof, G. (1970): The Market for Lemons, Quarterly Journal of Economics 84, 1970, S.488-500

Albach, H. (1971): Aktienrechtliche Publizität und Börsenkursentwicklung, in: Ballerstedt, K.; Hefermehl, W. (Hrsg.): Festschrift für E. Gessler, München 1971, S.61-68

Albach, H. (1976): Welche Aussagen lassen Führungsgrundsätze von Unternehmen über die Auswirkungen gesellschaftlicher Veränderungen auf die Willensbildung im Unternehmen zu ?, in: Albach, H.; Sadowski, D. (Hrsg.): Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung in Unternehmen - Verhandlungen auf der Arbeitstagung des Vereins für Socialpolitik Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften in Aachen 1975, Berlin 1976, S.739-764

Albach, H. (1981): Verfassung folgt Verfassung - Ein organisationstheoretischer Beitrag zur Diskussion um die Unternehmensverfassung, in: Bohr, K.; Drukarczyk, J.; Drumm, H.J.; Scherrer, G. (Hrsg.): Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Regensburg 1981, S.53-79

Albach, H. (1989): "Finanzierungsregeln" und Kapitalstruktur der Unternehmung, in: Christians, F.W. (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2. Auflage, Wiesbaden 1989, S.599-625

Albach, H. (1992): Changing Values of German Managers, Japanstudien Band 4, München 1992, S.113-126

Albach, H. (1994): Shareholder Value, Editorial, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB 64, 1994, S.273-276

Alchian, A.A.; Demsetz, H. (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization, American Economic Review 62, 1972, S.777-795

Allan, F.; Faulhaber, G.R. (1989): Signaling by Underpricing in the IPO Market, Journal of Financial Economics 23, 1989, S.303-323

Amihud, Y.; Lev, B.; Travlos, N.G. (1990): Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions, The Journal of Finance 45, 1990, S.603-616

Andel, N. (1990): Finanzwissenschaft, 2., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Tübingen 1990

Armstrong, W. (1988): In Defense of Takeovers, Institutional Investor, April 1988, S.57

Assmann, H.-D. (1992): in: Hopt, K.J.; Wiedemann, H. (Hrsg.): Großkommentar Aktiengesetz, 4. Auflage, Berlin 1992

Assmann, H.-D. (1994): Das künftige deutsche Insiderrecht (I), AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 5/1994, S.196-206

Assmann, H.-D. (1994a): Das künftige deutsche Insiderrecht (II), AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 5/1994, S.237-258

Auerbach, A.J. (1985): Real Determinants of Corporate Leverage, in: Friedman, B.M. (Hrsg.): Corporate Capital Structure in the United States, The University of Chicago Press, Chicago und London 1985, S.301-324

Augustin, R.R. (1994): Ausschüttungspolitik deutscher und amerikanischer börsennotierter Unternehmen, RIW - Recht der internationalen Wirtschaft, Heft 8/1994, S.659-662

Austin, D. (1969): Treasury Stock Reacquisition by American Corporations 1961-1967, Financial Executive, Mai 1969, S.40-61

Bagnoli, M.; Khanna, N. (1992): Insider Trading in Financial Signaling Models, The Journal of Finance 47, 1992, S.1905-1934

Bagwell, L.S. (1991): Share Repurchase and Takeover Deterrence, Rand Journal of Economics 22, 1991, S.72-88

Bagwell, L.S. (1992): Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity, The Journal of Finance 47, 1992, S.71-105

Bagwell, L.S.; Judd, K.L. (1988): Transaction Costs and Corporate Control, Unpublished Manuscript, Northwestern University and the Hoover Institution, 1988

Bagwell, L.S.; Shoven, J. (1989): Cash Distribution to Shareholders, Journal of Economic Perspectives 3, 1989, S.129-140

Balser, H.; Bockelmann, G.; Piorreck, K.F. (1984): Die Aktiengesellschaft, Freiburg i. Br. 1984

Bandte, J. (1987): Der Erwerb eigener Aktien. Eine Waffe der Aktiengesellschaft gegen Übernahmeattacken ? Jura 9., 1987, S.465-469

Barclay, M.J.; Smith, C.W.Jr. (1988): Corporate Payout Policy - Cash Dividends versus Open-Market Repurchases, Journal of Financial Economics 22, 1988, S.61-82

Barnea, A.; Haugen, R.A.; Senbet, L.W. (1985): Agency Problems and Financial Contracting, Englewood Cliffs 1985

Barz, C.H. (1973): Aktiengesetz, Großkommentar, 1. und 3. Band, 3. Auflage 1973

Baumbach; Hueck (1968): Aktiengesetz, Kommentar, 13. Auflage 1968

Baxter, N.D. (1967): Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital, The Journal of Finance 22, 1967, S.395-403

Bebchuk, L. (1982): The Case for Facilitating Competing Tender Offers, Harvard Law Review 95, 1982, S.1028-1056

Becker, F.G.; Holzer, H.P. (1986): Erfolgsbeteiligung und Strategisches Management in den USA, DBW - Die Betriebswirtschaft 46, 1986, S.438-459

Bergsma, E.E. (1988): Do-it-yourself Takeover Curbs, The McKinsey Quarterly, Spring 1988, S.24-28

Bhagat, S.; Brickley, J.; Loewenstein, U. (1987): The Pricing Effects of Interfirm Cash Tender Offers, The Journal of Finance 42, 1987, S.965-986

Bhattacharya, S. (1979): Imperfect Information, Dividend Policy, and the `Bird in Hand' Fallacy, Bell Journal of Economics, Spring 1979, S.259-270

Bhattacharya, S. (1980): Nondissipative Signalling Structures and Dividend Policy, Quarterly Journal of Economics 95, 1980, S.1-24

Bierman, H.; West, R. (1966): The Acquisition of Common Stock by the Corporate Issuer, The Journal of Finance 21, 1966, S.687-696

Bird, R.J.; Cammann, W.E. (1990): Shark Repellant: Unerwünschte Übernahme- und Beteiligungsversuche; Entwicklung einer Strategie zur Abwehr, in: Siegwart, H. et al. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Basel, Frankfurt am Main, Stuttgart 1990

Black, F. (1986): Noise, The Journal of Finance 41, 1986, S.529-541

Black, F.; Scholes, M. (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81, 1973, S.637-654

Bleicher, K. (1985): Board-System, DBW - Die Betriebswirtschaft 45, 1985, S.222-223

Bleicher, K. (1991): Organisation: Strategien - Strukturen - Kulturen, 2. Auflage, Wiesbaden 1991

Bleicher, K. (1992): Strategische Anreizsysteme - Flexible Vergütungssysteme für Führungskräfte, Stuttgart 1992

Bleicher, K.; Bortel, K.-D.; Kleinmann, R.; Paul, H. (1984): Unternehmensverfassung und Spitzenorganisation, zfo - Zeitschrift Führung + Organisation, Heft 1/1984, S.21-29

Bleicher, K.; Leberl, D.; Paul, H. (1989): Unternehmensverfassung und Spitzenorganisation: Führung und Überwachung von Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich, Wiesbaden 1989

Bleicher, K.; Paul, H. (1986): Das amerikanische Board-Modell im Vergleich zur deutschen Vorstands-/ Aufsichtsratsverfassung - Stand und Entwicklungstendenzen, DBW - Die Betriebswirtschaft 46, 1986, S.263-288

Bohr, K.; Drukarczyk, J.; Drumm, H.J.; Scherrer, G. (1981): Überlegungen zu einer Theorie der Unternehmensverfassung - Absichten und Ergebnisse, in: Bohr, K.; Drukarczyk, J.; Drumm, H.J.; Scherrer, G. (Hrsg.): Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Regensburg 1981, S.11-32

Boland, J. (1984): Missing the Bottom Line on Greenmail, Wall Street Journal, 25. Juli 1984

Bradley, M.; Rosenzweig (1986): Defensive Stock Repurchases, Harvard Law Journal 99, 1986, S.1377-1430

Bradley, M.; Wakeman, L.M. (1983): The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases, Journal of Financial Economics 11, 1983, S.301-328

Brealey, R.; Myers, S. (1984): Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, Singapur 1984

Brennan, M.J.; Thakor, A.V. (1990): Shareholder Preferences and Dividend Policy, The Journal of Finance 45, 1990, S.993-1018

Brickley, J. (1983): Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designated Dividend, Journal of Financial Economics 15, 1983, S.187-210

Brickley, J.A.; Lease, R.C.; Smith, C.W.Jr. (1988): Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, Journal of Financial Economics 20, 1988, S.267-291

Brinkmann, T. (1983): Aufgaben des normativen Unternehmensinteresses in der pluralistischen Unternehmensverfassung, in: Kießler, O.; Kittner, M.; Nagel, B. (Hrsg.): Unternehmensverfassung, Recht und Betriebswirtschaftslehre, Köln, Berlin, Bonn, München 1983, S.67-80

Brock, P.; Naylor, E. (1993): Corporate Control in Germany and the UK - A Comparison, M&A Review, 1/1993, S.41-44

Brodersen, C.; Henle, W. (1993): Germany, International Financial Law Review, September 1993, S.22-26

Brose, P. (1984): Erkenntnisstand und Perspektiven von Unternehmensverfassungen aus intersdisziplinärer Sicht, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 2/1984, S.38-48

Bühner, R. (1989): Möglichkeiten der unternehmerischen Gehaltsvereinbarung für das Top-Management, Der Betrieb, Heft 44/1989, S.2181-2186

Bühner, R. (1992): Shareholder-Value-Ansatz, DBW - Die Betriebswirtschaft 52, 1992, S.418-419

Bühner, R. (1993): Shareholder Value, DBW - Die Betriebswirtschaft 53, 1993, S.749-771

Bühner, R.; Möller, H.P. (1985): The Information Content of Corporate Disclosures of Divisionalisation Decisions, Journal of Management Studies 22, 1985

Bühner, R.; Weinberger, H.J. (1991): Cash-flow und Shareholder Value, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, BFuP 43, 1991, S.187-208

Büschgen, H.E. (Hrsg.) (1976): Handwörterbuch der Finanzwissenschaft, Band 6, Stuttgart 1976

Bußmann, J. (1989): Tests verschiedener Zinsänderungsrisiko-Maße mit Daten des deutschen Rentenmarktes, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB 59, 1989, S.747-765

Carreau, D.; Martin, J.-Y. (1990): Les Moyens de Défense Anti-OPA en France, La Revue Banque, No. 509, Oktober 1990, S.896-916 und No. 510, November 1990, S.1032-1036

Cary, W. (1969): Corporate Devices Used to Insulate Management from Attack, Antitrust Law Journal 39, 1969, S.318-333

Chmielewicz, K. (1981): Unternehmensverfassung, DBW - Die Betriebswirtschaft 41, 1981, S.484-486

Chmielewicz, K. (1984): Aktuelle Probleme der Unternehmensverfassung aus betriebswirtschaftlicher Sicht, DBW - Die Betriebswirtschaft 44, 1984, S.11-24

Chmielewicz, K. (1991): Harmonisierung der europäischen Unternehmensverfassung aus betriebswirtschaftstheoretischer Sicht, in: Chmielewicz, K.; Forster, K.-H. (Hrsg.): Unternehmensverfassung und Rechnungslegung in der EG, zfbf-Sonderheft 29, 1991, S.15-59

Chmielewicz, K.; Coenenberg, A.G.; Köhler, R.; Meffert, H.; Reber, G.; Szyperski, N. (Hrsg.) (1981): Unternehmensverfassung, DBW-Schwerpunkt, Stuttgart 1981

Chmielewicz, K.; Großmann, A.; Inhoffen, A.O.; Lutter, M. (1977): Die Mitbestimmung in Aufsichtsrat und Vorstand, DBW - Die Betriebswirtschaft 37, 1977, S.105-145

Christoffel, H.G. (1993): Föderales Konsolidierungsprogramm: Die Änderungen bei der Vermögenssteuer, Der Betrieb, Heft 26/27, 1993, S.1310-1318

Claussen, C.P. (1985): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §160, Köln, Berlin, Bonn, München 1985

Claussen, C.P. (1991): 25 Jahre deutsches Aktiengesetz von 1965 (II), AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 1/1991, S.10-18

Claussen, C.P. (1994): Das neue Insiderrecht, Der Betrieb, Heft 1/1994, S.27-31

Claussen, C.P. (1994a): Das neue Börsenaufsichtsrecht, Der Betrieb, Heft 19/1994, S.969-974

Coase, R. (1937): The Nature of the Firm, Economica N.S. 4, 1937, S.386-405

Coase, R. (1972): Industrial Organisation: A Proposal for Research, in: Fuchs, V.R. (Hrsg.): Policy Issues and Research Opportunities in Industrial Organisation, New York: National Bureau of Economic Research 1972

Coase, R. (1991): The Nature of the Firm: Origin, in: Williamson, O.E.; Winter, S.G. (Hrsg.): The Nature of the Firm - Origins, Evolution, and Development, Oxford University Press, New York, Oxford 1991, S.34-47

Coase, R. (1991a): The Nature of the Firm: Meaning, in: Williamson, O.E.; Winter, S.G. (Hrsg.): The Nature of the Firm - Origins, Evolution, and Development, Oxford University Press, New York, Oxford 1991, S.48-60

Coase, R. (1991b): The Nature of the Firm: Influence, in: Williamson, O.E.; Winter, S.G. (Hrsg.): The Nature of the Firm - Origins, Evolution, and Development, Oxford University Press, New York, Oxford 1991, S.61-74

Coates, C.; Fredman, A. (1976): Price Behaviour Associated with Tender Offers to Repurchase Common Stock, Financial Executive, April 1976, S.40-44

Coenenberg, A.G.; Möller, H.P. (1979): Entscheidungswirkungen von Jahresabschlußinformationen vor und nach der Aktienrechtsreform von 1965, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, BFuP 31, 1979, S.438-454

Comment, R.; Jarrell, G.A. (1991): The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Repurchases, The Journal of Finance 46, 1991, S.1243-1271

Constantinides, G.M.; Grundy, B.D. (1989): Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals, The Review of Financial Studies 2, 1989, S.445-466

Copeland, T.E.; Weston, J.F. (1988): Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley Publishing Company, Reading (Massachussetts), 3rd Edition, 1988

Cox, J.; Rubinstein, M. (1985): Option Markets, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1985

Crabbe, L. (1991): Event Risk: An Analysis of Losses to Bondholders and "Super Poison Put" Bond Covenants, The Journal of Finance 46, 1991, S.689-706

Czubek, G. (1968): Die Unternehmensverfassung - Wirtschaftliche Grundlagen, juristische Reformbestrebungen und rechtsdogmatische Widerstände, Dissertation, Universität Freiburg 1968

Dann, L. (1981): Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, Journal of Financial Economics 9, 1981, S.113-138

Dann, L.Y.; DeAngelo, H. (1983): Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases and the Market for Corporate Control, Journal of Financial Economics 11, 1983, S.275-300

Dann, L.Y.; DeAngelo, H. (1988): Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 20, 1988, S. 87-127

Dann, L.Y.; Mikkelson, W.H.; Partch, M. (1990): Stock Repurchases by Tender Offer, Permanent Stock Price Effects, and Changes in Corporate Control, Working Paper, University of Oregon, 1990

Darrough, M.; Stoughton, N. (1986): Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure, The Journal of Finance 41, 1986, S.501-513

Dayton, K.N. (1984): Corporate Governance: The Other Side of the Coin, Harvard Business Review, Januar/ Februar 1984, S.34-37

DeAngelo, H.; Rice, E. (1983): Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth, Journal of Financial Economics 11, 1983, S.329-359

Demsetz, H. (1991): The Theory of the Firm Revisited, in: Williamson, O.E.; Winter, S.G. (Hrsg.): The Nature of the Firm - Origins, Evolution, and Development, Oxford University Press, New York, Oxford 1991, S.159-178

Denis, D.J. (1990): Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends, The Journal of Finance 45, 1990, S.1433-1456

Dielman, T.; Nantell, T.; Wright, R. (1980): Price Effects of Stock Repurchasing: A Random Coefficient Regression Analysis, Journal of Financial and Quantitative Analysis, März 1980, S.175-189

Downes, D.H.; Heinkel, R. (1982): Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues, The Journal of Finance 37, 1982, S.1-10

Eckardt, U. (1984): Vorbemerkungen zum Kommentar Aktiengesetz, in: Eckardt; Geßler; Hefermehl; Kropf (1984): Kommentar zum Aktiengesetz, München 1984

Ellis, C. (1965): Repurchase Stock to Revitalize Equity, Harvard Business Review, Juli/ August 1965, S.119-128

Elton, E.J.; Gruber, M.J. (1968): The Effect of Share Repurchase on the Value of the Firm, The Journal of Finance 23, 1968, S.135-149

Engels, W. (1981): Arbeitsorientierte Unternehmensverfassung und Risikenmechanik, in: Bohr, K.; Drukarczyk, J.; Drumm, H.-J.; Scherrer, G. (Hrsg.): Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Regensburg 1981, S.199-218

Everling, U. (1990): Probleme der Rechtsangleichung zur Verwirklichung des europäischen Binnenmarktes, in: Baur, J.F.; Hopt, K.J.; Mailänder, K.P. (Hrsg.): Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag, Berlin, New York 1984, S.1155-1173

Fama, E.F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance 25, 1970, S.383-417

Fama, E.F. (1991): Efficient Capital Markets: II, The Journal of Finance 46, 1991, S.1575-1617

Fama, E.F.; Jensen, M.C. (1983): Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics 26, 1983, S.301-325

Feinberg, P. (1991): Baby Bond Buybacks Surface as Way to Cut Servicing Costs, Corporate Cashflow 12, 1991, S.15-16

Finnerty, J. E. (1976): Insiders and Market Efficiency, The Journal of Finance 31, 1976, S.1141-1148

Fischer, D.E.; Jordan, R.J. (1983): Security Analysis and Portfolio Management, Englewood Cliffs, New Jersey 1983

Fischer, P.E. (1992): Optimal Contracting and Insider Trading Restrictions, The Journal of Finance 47, 1992, S.673-694

Franke, G. (1985): Kapitalmarkt - Theorie und Empirie, Hagen 1985

Franke, G. (1987): Costless Signalling in Financial Markets, The Journal of Finance 42, 1987, S.809-822

Franke, G.; Hax, H. (1990): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 2., verbesserte Auflage, Berlin, Heidelberg, New York, London, Paris, Tokyo, Hong Kong, Barcelona 1990

Friedman, B.M. (1985) (Hrsg.): Corporate Capital Structure in the United States, The University of Chicago Press, Chicago und London 1985

Fröhls, M. (1995): Internationale Joint Ventures - Eine finanztheoretische Analyse aus Sicht der Eigenkapitalgeber, Deutscher Universitäts-Verlag, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden 1995

Furubotn, E.G.; Pejovich, S. (1972): Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature, Journal of Economic Literature 10, 1972, S.1137-1162

Gedenk, K.; Albers, S. (1992): Innovationsanreize für Geschäftsführer, DBW - Die Betriebswirtschaft 52, 1992, S.505-519

Gedenk, K.; Albers, S. (1994): Empirische Ergebnisse zur Strategie-orientierten Steuerung von Geschäftsführern, DBW - Die Betriebswirtschaft 54, 1994, S.327-345

Gerber, O.L. (1932): Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft, Würzburg 1932

Gerke, W.; Rapp, H.-W. (1994): Strukturveränderungen im internationalen Börsenwesen, DBW - Die Betriebswirtschaft 54, 1994, S.5-23

Givoly, D.; Palmon, D. (1985): Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence, Journal of Business, Januar 1985, S.69-87

Godin; Wilhelmi, H. (1971): Aktiengesetz vom 6. September 1965, 4. Auflage 1971, Berlin, New York 1971

Götz, E. (1990): Technische Aktienanalyse und die Effizienz des deutschen Kapitalmarktes, Heidelberg 1990

Gordon, R.; Bradford, D. (1980): Taxation and the Stock Market Valuation of Capital Gains and Dividends, Journal of Public Economics, Oktober 1980, S.103-136

Gordon, N.G.; Kornhauser, L.A. (1986): Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models, Yale Law Journal 96, 1986, S.295-321

Grossfeld, B.; Ebke, W. (1977): Probleme der Unternehmensverfassung in rechtshistorischer und rechtsvergleichender Sicht (I), AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 3/1977, S.57-65

Grossfeld, B.; Ebke, W. (1977a): Probleme der Unternehmensverfassung in rechtshistorischer und rechtsvergleichender Sicht (II und Schluß), AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 4/1977, S.92- 102

Grossman, S. (1976): On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders have Diverse Information, The Journal of Finance 31, 1976, S.573-585

Grossman, S.J.; Hart, O.D. (1980): Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, Bell Journal of Economics, Spring 1980, S.42-64

Grossman, S.; Stiglitz, J.E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, American Economic Review 70, 1980, S.393-408

Großmann, A. (1980): Unternehmensziele im Aktienrecht, Köln, Berlin, Bonn, München 1980

Grünwald, L. (1980): Optionsmarkt und Kapitalmarkteffizienz, Dissertation, München 1980

Gutenberg, E. (1962): Unternehmensführung - Organisation und Entscheidungen, Wiesbaden 1962

Gutenberg, E. (1970): Funktionswandel des Aufsichtsrats, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB--Ergänzungsheft, Dezember 1970, S.1-10

Gutenberg, E. (1980): Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Dritter Band, Die Finanzen, 8., ergänzte Auflage, Berlin, Heidelberg, New York 1980

Guthart, L. (1965): More Companies Are Buying Their Own Stock, Harvard Business Review, März/ April 1965, S.41-53

Guthart, L. (1967): Why Companies are Buying Their Own Stock, Financial Analyst Journal, März-April 1967, S.105-110

Hamada, R.S. (1972): The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, The Journal of Finance 27, 1972, S.435-452

Hampel, V. (1994): Erwerb eigener Aktien und Unternehmenskontrolle, Beiträge zur Theorie der Finanzmärkte Nr. 10, Institut für Kapitalmarktforschung (Hrsg.), Frankfurt am Main 1994

Hansen, H. (1994): Die Zusammensetzung von Aufsichtsräten der DAX-Gesellschaften und die Auswirkungen auf ihre Effizienz, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, AG-Report, 11/1994, S. R 403-R 404

Harris, M.; Raviv, A. (1988): Corporate Control Contests and Capital Structure, Journal of Financial Economics 20, 1988, S.55-86

Harris, M.; Raviv, A. (1991): The Theory of Capital Structure, The Journal of Finance 46, 1991, S.297-355

Hart, O.D. (1991): Incomplete Contracts and the Theory of the Firm, in: Williamson, O.E.; Winter, S.G. (Hrsg.): The Nature of the Firm - Origins, Evolution, and Development, Oxford University Press, New York, Oxford 1991, S.138-158

Hartmann-Wendels, T. (1986): Dividendenpolitik bei asymmetrischer Informationsverteilung, Wiesbaden 1986

Hartmann-Wendels, T. (1989): Prinzipal-Agent-Theorie und asymmetrische Informationsverteilung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB 59, 1989, S.714-734

Hartmann-Wendels, T. (1990): Zur Integration von Moral Hazard und Signalling in finanzierungstheoretischen Ansätzen, Kredit und Kapital 23, 1990, S.228-250

Hauschka, C.E.; Roth, T. (1988): Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 7/1988, S.181-196

Haussmann, F. (1928): Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, Mannheim, Berlin, Leipzig 1928

Hax, H.; Hartmann-Wendels, T.; v. Hinten, P. (1989): Moderne Entwicklung der Finanzierungstheorie, in: F.W.Christians (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2. Auflage, Wiesbaden 1989, S.689-713

v. Hayek, F.A. (1945): The Use of Knowledge in Society, American Economic Review 35, 1945, S.519-530

Hefermehl, W.; Bungeroth, E. (1984): Kommentar zu §§71-71e Aktiengesetz, in: Eckardt; Geßler; Hefermehl; Kropf (1984): Kommentar zum Aktiengesetz, München 1984

Heinkel, R.; Zechner, J. (1990): The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives, Journal of Financial and Quantitative Analysis 25, 1990, S.1-24

Hellwig, M. (1982): Zur Informationseffizienz des Kapitalmarktes, Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften 102, 1982, S.1-27

Hermsen, C. (1990): Reifenindustrie: Pirelli sucht neue Profile für den globalen Wettbewerb, M&A Review, 5/1990, S.298-301

Herrmann, C.; Heuer, G.; Raupach, A. (1994) (Hrsg.): Einkommensteuer- und Körperschaftsteuergesetz-Kommentar, Köln 1994

Hertzel, M.G. (1991): The Effects of Stock Repurchases on Rival Firms, The Journal of Finance 46, 1991, S.707-716

Hettlage (1981): Die AG als Aktionär, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 1981, S.92ff.

Hirshleifer, J.; Riley, J. (1979): The Analytics of Uncertainty and Information - An Expository Survey, Journal of Economic Literature 17, 1979, S.1375-1421

Hirte, H. (1989): Der Kampf um Belgien - Zur Abwehr feindlicher Übernahmen, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 19/1989, S.1233-1246

Hirte, H. (1994): Anmerkungen und Anregungen zur geplanten gesetzlichen Neuregelung des Bezugsrechts, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 5/1994, S.356-363

Hoppenstedt (1991): Saling Aktienführer 1992, Darmstadt 1991

Hoppenstedt (1994): Saling Aktienführer 1995, Darmstadt 1994

Hopt, K.J. (1994): Rechtsprobleme des europäischen und deutschen Insiderrechts, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, BFuP 2, 1994, S.85-98

Howe, K.M.; He, J.; Kao, G.W. (1992): One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends, The Journal of Finance 47, 1992, S.1963-1975

Huber, U. (1977): Zum Aktienerwerb durch ausländische Tochtergesellschaften, in: Pawlowski, H.-M.; Wiese, G.; Wüst, G. (Hrsg.): Festschrift für Konrad Duden zum 70. Geburtstag, München 1977, S.138-171

Hüffer, U. (1979): Harmonisierung des aktienrechtlichen Kapitalschutzes, NjW - Neue Juristische Wochenschrift, 21/1979, S.1065-1070

Iber, B. (1985): Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland (1963-1983), Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB 55, 1985, S.1101-1119

Jacob, A.-F. (1991): Finanzierungsregeln, Vertrauenskapital und Risikoaversion, in: Kistner, K.P.; Schmidt, R. (Hrsg.): Unternehmensdynamik, Festschrift für Horst Albach zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 1991, S.111-131

Jacob, A.-F. (1993): Amerikanische und europäische Paradigmen: Konsequenzen für Finanzierungstheorie und Finanzierungspraxis, in: Steger, U. (Hrsg.): Der Niedergang des US-Paradigmas - Die europäische Antwort, Düsseldorf, Wien, New York, Moskau 1993, S.99-115

Jacob, A.-F.; Förster, G.M. (1989): Die Wahl strategischer Standorte im internationalen Bankgeschäft: Ansätze einer Theorie der Finanzplätze, Wiesbaden 1989

Jaffe, J.F. (1974): Special Information and Insider Trading, Journal of Business, Juli 1974, S.410-428

Jarrell, G.A. Brickley, J.A.; Netter, J.M. (1988): The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980, Journal of Economic Perspectives 2, 1988, S.49-68

Jarrell, G.A.; Poulsen, A.B. (1987): Shark Repellents and Stock Prices - The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980, Journal of Financial Economics 19, 1987, S.127-168

Jensen, M.C. (1986): The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, Midland Corporate Journal 4, 1986, S.6-32

Jensen, M.C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives 2, 1988, S.21-48

Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976, S.305-360

Jensen, M.C.; Smith, C.W.Jr. (1985): Stockholder, Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory; in: Altman, E.; Subrahmanyam, M. (Hrsg.): Recent Advances in Corporate Finance; Homewood: Richard Irvin, 1985, S.93-132

Jensen, M.C.; Warner, J.B. (1988): The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders and Directors, Journal of Financial Economics 20, 1988, S.3-24

John, K.; Williams, J.(1985): Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium, The Journal of Finance 40, 1985, S.1053-1070

John, K.; Mishra, B. (1990): Information Content of Insider Trading Around Corporate Announcements: The Case of Capital Expenditures, The Journal of Finance 45, 1990, S.835-855

Johnson, M. (1985): Maximising the Share Price and Other Takeover Defenses, Corporate Finance, Juli 1985, S.33-43

Kadapakkam, P.-R.; Seth, S. (1994): Trading Profits in Dutch Auction Self-Tender Offers, The Journal of Finance 49, 1994, S.291-306

Kale, J.R.; Noe, T.H.; Gay, G.D. (1989): Share Repurchase Through Transferable Put Rights, Journal of Financial Economics 25, 1989, S.141-160

Kale, J.R.; Noe, T.H.; Gay, G.D. (1991): Share Repurchase Mechanisms: A Comparative Analysis of Efficacy, Shareholder Wealth and Corporate Control Effects, Financial Management 20, 1991, S.44-59

Kamma, S.; Weintrop, J.; Wier, P. (1988): Investors' Perception of the Delaware Supreme Court Decision in Unocal vs. Mesa, Journal of Financial Economics 20, 1988, S.419-430

Kesner, I.F.; Dalton, D.R. (1985): Antitakeover Tactics: Management 42, Stockholders 0, Business Horizons 28, 1985, S.17-25

Kirchhof, P.; Söhn, H. (Hrsg.) (1994): Einkommensteuergesetz-Kommentar, Heidelberg 1994

Klein, A.; Rosenfeld, J. (1988): Targeted Share Repurchases and Top Management Changes, Journal of Financial Economics 20, 1988, S.493-506

Krause-Junk, G.; v. Oehsen, J. H. (1982): Besteuerung, optimale, Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Band 9, Stuttgart 1982, S.706-723

Kübler, F. (1989): Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Gesellschaft für bankwissenschaftliche Forschung e.V., Köln 1989

Kübler, F. (1990): Kapitalmarktgerechte Aktien ?, WM Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 45/1990, S.1853-1858

Kübler, F. (1994): Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 4/1994, S.141-148

Kübler, F.; Mendelson, M.; Mundheim, R.H. (1990): Die Kosten des Bezugsrechts - Eine rechtsökonomische Analyse des amerikanischen Erfahrungsmaterials, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 11/1990, S.461-475

Küting, K.; Weber, C.-P. (Hrsg.) (1990): Handbuch der Rechnungslegung, Kommentar zur Bilanzierung und Prüfung, 3. Auflage, Stuttgart 1990

Lakonishok, J.; Vermaelen, T. (1990): Anomalous Price Behaviour Around Repurchase Tender Offers, The Journal of Finance 45, 1990, S.455-477

Lakshman, V. (1993): Die erste Geburt ist immer die schwierigste: Der chronologische Ablauf einer Akquisition in Deutschland, M&A Review, 11/1993, S.487-489

Lee, D.S.; Mikkelson, W.H.; Partch, M.M. (1992): Managers´ Trading Around Stock Repurchases, The Journal of Finance 47, 1992, S.1947-1961

Leland, H.; Pyle, D. (1977): Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, The Journal of Finance 32, 1977, S.371-387

LeRoy, S.F. (1989): Efficient Capital Markets and Martingales, Journal of Economic Literature 27, 1989, S.1583-1621

Levy, H.; Sarnat, M. (1984): Portfolio and Investment Selection: Theory and Practice, Prentice/ Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1984

Linn, S.C.; McConnell, J.J. (1983): An Empirical Investigation of the Impact of ´Antitakeover´ Amendments on Common Stock Prices, Journal of Financial Economics 11, 1983, S.361-399

Lipton, M. (1979): Takeover Bids in the Target´s Boardroom, Business Lawyer 35, 1979, S.101ff.

Loistl, O. (1990): Zur neueren Entwicklung der Finanzierungstheorie, DBW - Die Betriebswirtschaft 50, 1990, S.47-84

Lucas, D.J.; McDonald, R.L. (1990): Equity Issues and Stock Price Dynamics, The Journal of Finance 45, 1990, S.1019-1044

Lundholm, R.J. (1991): What Affects the Efficiency of a Market ? Some Answers from the Laboratory, The Accounting Review 66, 1991, S.486-515

Lutter, M. (1975): Unternehmensverfassung und Wettbewerbsordnung, Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft, 14/1975, S.613-620

Lutter, M. (1978): Zur Europäisierung des deutschen Aktienrechts, in Heldrich, A.; Henrich, D.; Sonnenberger, H.J. (Hrsg.): Konflikt und Ordnung, Festschrift für Murad Ferid zum 70. Geburtstag, München 1978, S.599-620

Lutter, M. (1984): Europäisches Gesellschaftsrecht, Texte und Materialien zur Rechtsangleichung nebst Einführung und Biographie, 2. Auflage, Berlin und New York 1984

Lutter, M. (1988): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, §§71-71e, Berlin, Bonn, München 1988

Lutter, M. (1991): Sinn und Unsinn der Rechtsangleichung im europäischen Raum, in: Chmielewicz, K.; Forster, K.-H. (Hrsg.): Unternehmensverfassung und Rechnungslegung in der EG, zfbf-Sonderheft 29, 1991, S.86-90

Lutter, M. (1994): Der Aufsichtsrat: Konstruktionsfehler, Inkompetenz seiner Mitglieder oder normales Risiko ? AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 4/1994, S.176-177

Macey, J.R.; McChesney, F.S. (1985): A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail, 95, Yale Law Journal 95, 1985, S.13-61

MacLachlan, S.; Mackesy, W. (1989): Acquisitions of Companies in Europe - Practicability, Disclosure, and Regulation: An Overview, The International Lawyer 23, 1989, S.373-400

MacKie-Mason, J.K. (1990): Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions ? The Journal of Finance 45, 1990, S.1471-1493

Mahoney, J.M.; Mahoney, J.T. (1993): An Empirical Investigation of the Effect of Corporate Charter Antitakeover Amendments on Stockholder Wealth, Strategic Management Journal 14, 1993, S.17-31

Manne, H.G. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy 75, 1965, S.110-120

Markowitz. H.M. (1952): Portfolio Selection, The Journal of Finance 7, 1952, S.77-91

Martens, K.P. (1979): Der Ausschluß des Bezugsrechts: BGHZ 33, S.175 - Zum Interesse an wirtschaftlicher Selbständigkeit, in: Lutter, M.; Stimpel, W.; Wiedemann, H. (Hrsg.): Festschrift für Robert Fischer, Berlin, New York 1979, S.437-460

Martin, K.J.; McConnell, J.J. (1991): Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover, The Journal of Finance 46, 1991, S.671-687

Masulis, R.W. (1980): Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Change, The Journal of Finance 35, 1980, S.305-321

Mathys, P. (1993): Das revidierte schweizerische Aktienrecht, RIW - Recht der internationalen Wirtschaft, Heft 8/1993, S.644-652

Maupin, R.J.; Label, W.A. (1987): Profiting From a Management Buyout, Management Accounting, April 1987, S.32-34

McNichols, M.; Dravid, A. (1990): Stock Dividends, Stock Splits and Signaling, The Journal of Finance 45, 1990, S.857-879

McWilliams, V.B. (1990): Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals, The Journal of Finance 45, 1990, S.1627-1640

Miller, M.H. (1977): Debt and Taxes, The Journal of Finance 32, 1977, S.261-275

Miller, M.H. (1987): The Informational Content of Dividends, in: Dornbusch, R.; Fisher, S.; Bossons, J. (Hrsg.): Macroeconomics and Finance: Essays in Honour of Franco Modigliani, Cambridge, MA: MIT Press, 1987, S.37-58

Miller, M.H. (1988): The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years, Journal of Economic Perspectives 2, 1988, S.99-120

Miller, M.H. (1991): Leverage, The Journal of Finance 46, 1991, S.479-488

Miller, M.H.; Modigliani, F. (1961): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, Oktober 1961, S.411-433

Modigliani, F.; Miller, M.H.(1958): The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, American Economic Review 48, 1958, S.261-297

Modigliani, F.; Miller, M.H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, American Economic Review 53, 1963, S.433-443

Möhlmann, J. (1993): Theoretische Grundlagen zweidimensionaler Performancemessung von Investmentfonds - Eine methodische und empirische Untersuchung zur Messung der Managementleistung deutscher Aktienanlagefonds, Stuttgart 1993

Möller, A. (1994): Das neue Insiderrecht - Eckpfeiler funktionsfähiger Wertpapiermärkte, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, BFuP 2, 1994, S.99-113

Möller, H.P. (1985): Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, zfbf 37, 1985, S.500-518

Möller, H.P. (1986): Das Capital-Asset-Pricing-Modell, DBW - Die Betriebswirtschaft 46, 1986, S.707-719

Mühlbradt, F.W. (1978): Chancen und Risiken der Aktienanlage - Untersuchungen zur "Efficient Market"-Theorie in Deutschland, Köln 1978

Münch, C. (1993): Der gekreuzte Bezugsrechtsausschluß im Recht der Aktiengesellschaft, Der Betrieb, Heft 15/1993, S.769-775

Myers, S.C. (1984): The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance 39, 1984, S.575-592

Myers, S.C.; Majluf, N. (1984): Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics 13, 1984, S.187-221

Narayanan, M.P. (1988): Debt versus Equity under Asymmetric Information, Journal of Financial and Quantitative Analysis 23, 1988, S.39-51

Nathan, C.M.; Sobel, M. (1980): Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids, Business Lawyer, Juli 1980, S.1545-1566

Netter, O. (1932): Zur aktienrechtlichen Theorie des Unternehmens an sich, Festschrift für Albert Pinner, Berlin 1932, S.563ff.

Neumann, M.J.; Klein, M. (1982): Probleme der Theorie effizienter Märkte und ihre empirische Überprüfung, Kredit und Kapital 2, 1982, S.165-187

Nick, A. (1991): Die Regelung öffentlicher Übernahmeangebote - Die Ausgangslage in der Bundesrepublik Deutschland und der EG-Richtlinienentwurf, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB 61, 1991, S.859-882

Niessen, H. (1970): Gründung und Kapital von Aktiengesellschaften im Gemeinsamen Markt, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 10/1970, S.281-296

Nippel, P. (1992): Reputation auf Kreditmärkten - Ein spieltheoretischer Erklärungsansatz, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, zfbf 44, 1992, S.990-1011

Nolte, C.; Leber, H. (1990): Feindliche Unternehmensübernahmen - eine Gefahr für deutsche Unternehmen ?, DBW - Die Betriebswirtschaft 50, 1990, S.573-585

Note (1985): Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management Entrenchment Hypothesis, Harvard Law Review 98, 1985, S.1045-1065

Ofer, A.R.; Thakor, A.V. (1987): A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends, The Journal of Finance 42, 1987, S.365-394

Otto, H.-J. (1988): Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, Der Betrieb, Beilage Nr. 12/1988 zu Heft Nr. 29/1988, S.2-12

o.V. (1984): The Impact of Targeted Share Repurchases (Greenmail) on Stock Prices, The Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission, Washington D.C. 1984

o.V. (1991): Mergers & Acquisitions in Germany, Mergers, Acquisitions and Divestments, Dezember 1991, S.44-48

o.V. (1993): Anforderungen an Bezugsrechtsausschluß bei Kapitalerhöhung im Wege des genehmigten Kapitals, Der Betrieb, Heft 18/1993, S.925-927

o.V. (1993a): Bessere Aufsicht über Wertpapierhandel, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, AG-Report, 9/1993, S. R 350-R 352

o.V. (1994): Gesetzentwurf: Kleine AG und Aktienrechtsderegulierung, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 3/1994, S.247-255

o.V. (1994a): Das Umfeld der Börsen, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, AG-Report, 5/1994, S. R 150-R 152

o.V. (1994b): Insider-Regelungen im Spannungsfeld von Praktikabilität, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, BFuP 2, 1994, S.136-151

o.V. (1994c): Sonderveröffentlichung "Wertpapierdepots", Deutsche Bundesbank, August 1994

o.V. (1994d): The Battle Plans of Hilmar Kopper, Euromoney, Januar 1994, S.29-44

Paul, H. (1986): Das amerikanische Board-Modell - Eine alternative zum deutschen Aufsichtsrats-/ Vorstandsmodell der Unternehmungsverfassung, WiSt, Heft 7, Juli 1986, S.347-351

Peltzer, M. (1989): Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland ? - Möglichkeiten und Hindernisse, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 2/1989, S.69-79

Peltzer, M. (1994): Die neue Insiderregelung im Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 9/1994, S.746-752

Perlitz, M. (1988): Wird der Finanzmanager der mächtigste Mann im Industrieunternehmen ? in: Rudolph, B.; Wilhelm, J. (Hrsg.): Bankpolitik, finanzielle Unternehmensführung und die Theorie der Finanzmärkte, Festschrift für Hans-Jacob Krümmel zur Vollendung des 60. Lebensjahres, Berlin 1988, S.309-335

Piltz, K. (1989): Gewinnverwendungspolitik der Aktiengesellschaft, in: Christians, F.W. (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2. Auflage, Wiesbaden 1989, S.627-660

Planta, A.; Tschäni, R. (1992): Highlights of the Amended Swiss Company Law, International Business Lawyer, Mai 1992, S.254-259

Pointrinal, F.-D. (1991): L' Auto-Détention du Capital: Approche comparative entre les droits français et américain, La Revue Banque, Nr. 518, Juli/ August 1991, S.732-739

Porter, R.J.; Steiner, H.-G. (1993): Strukturelle Unterschiede zwischen Großbritannien und Deutschland, M&A Review, 5/1993, S.211-217

Posner, D. (1994): Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 7/1994, S.312-320

Quéré, M. (1988): French Poison Pills and Takeover Restrictions, International Financial Law Review, Juni 1988, S.8-12

Raiser, T. (1976): Das Unternehmensinteresse, in: Reichert-Facilides, F.; Rittner, F.; Sasse, J. (Hrsg.): Festschrift für Reimer Schmidt, Karlsruhe 1976, S.101-119

Raiser, T. (1981): Der Bericht der Unternehmensrechtkommission und die Probleme der Unternehmensverfassung, in: Bohr, K.; Drukarczyk, J.; Drumm, H.J.; Scherrer, G. (Hrsg.): Unternehmungsverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Regensburg 1981, S.35-51

Rappaport, A. (1981): Selecting Strategies That Create Shareholder Value, Harvard Business Review, Mai/ Juni 1981, S.139-149

Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value, New York, London 1986

Rathenau, W. (1918): Vom Aktienwesen - Eine geschäftliche Betrachtung, Berlin 1918

Retkwa, R. (1993): Equity buy-backs, Corporate Cashflow 14, 1993, S.27-28

Reyher, S.G.; Smith, H. (1987): An Overview of Recent Trends in Corporate Stock Repurchases, Industrial Management, Juli/ August 1987, S.26ff.

Richardson, G. (1990): Removing Barriers to Company Takeovers, European Trends, Nr. 1, 1990, S.67-73

Riley, J. (1979): Informational Equilibrium, Econometrica 47, 1979, S.331-359

Rock, H. (1990): Die Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts, M&A Review, 3/1990, S.172-179

Rock, H. (1992): Der AGF/ AMB-Deal: Die vinkulierte Namensaktie als Abwehrinstrument, M&A Review, 5/1992, S.167-169 (Teil I) sowie 11/1992, S.473-476 (Teil II)

Ross, S. (1977): The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, Bell Journal of Economics, Spring 1977, S.23-40

Ross, S. (1978): Some Notes on Financial Incentive-Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences, The Journal of Finance 33, 1978, S.777-792

Ruback, R.S. (1988): An Overview of Takeover Defenses, in: Auerbach, A.J.: Mergers and Acquisitions, The University of Chicago Press, Chicago und London 1988, S.49-67

Rudolph, B. (1994): Betriebswirtschaftliche Beurteilung des Insiderhandelsverbots, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, BFuP 2, 1994, S.114-123

Rühli, E. (1979): Rechtsnormen als Determinanten der Leitungsorganisation und des Führungshandelns in der Unternehmung, in: Heigl, A.; Hecker, P.o.J. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Recht, Wiesbaden 1979, S.153-170

Rühli, E. (1992): Recht der Kapitalgesellschaften, 2., neubearbeitete und wesentlich erweiterte Auflage, München 1992

Sahling, C. (1981): Die Reaktion des Aktienmarktes auf wesentliche Ausschüttungsänderungen. Empirische Untersuchungen zur Überprüfung der mittelstarken Form der "efficient market": Theorie für die deutschen Börsen im Zeitraum 1971-1977, Schwarzenbek 1981

Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D. (1985): Volkswirtschaftslehre, 8., grundlegend überarbeitete deutsche Auflage, Band 1, Köln 1985

Samuelson, P.A.; Nordhaus, W.D. (1985a): Volkswirtschaftslehre, 8., grundlegend überarbeitete deutsche Auflage, Band 2, Köln 1985

Scherer, F.M. (1988): Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments, Journal of Economic Perspectives 2, 1988, S.69-82

Schilling, W. (1971): Macht und Verantwortung in der Aktiengesellschaft (oder das Prinzip der Interesseneinheit), in: Ballerstedt, K.; Hefermehl, W. (Hrsg.): Festschrift für E. Gessler, München 1971, S.159-169

Schlegelberger; Quassowski; Herbig; Geßler; Hefermehl (1939): Aktiengesetz, 3. Auflage 1939

Schmidt, R.H. (1981): Ein neo-institutionalistischer Ansatz der Finanzierungstheorie, in: Rühli, E. et al. (Hrsg.): Unternehmensführung aus finanz- und bankpolitischer Sicht, Stuttgart 1981, S.135-154

Schmidt, R.H. (1986): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 2. Auflage, Wiesbaden 1986

Schmidt, R.H. (1988): Neuere Property Rights-Analysen in der Finanzierungsteorie, in: Budäus, D.; Gerum, E.; Zimmermann, G. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, Wiesbaden 1988, S.239-268

Schmitz, R. (1989): Kapitaleigentum, Unternehmensführung und interne Organisation, Wiesbaden 1989

Schneider, D. (1990): Investition, Finanzierung und Besteuerung, 6., vollständig neu bearbeitete Auflage, Studentenausgabe, Wiesbaden 1990

Schneider, D. (1992): Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7., vollständig neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Studentenausgabe, Wiesbaden 1992

Schockenhoff, M. (1994): Der rechtmäßige Bezugsrechtsausschluß, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 2/1994, S.45-59

Scholes, M. (1969): A Test of the Competitive Hypothesis: The Market for New Issues and Secondary Offerings, Unpublished Ph.D. Thesis, Graduate School of Business, University of Chicago, 1969

Scholtissek, W. (1992): Revision der aktienrechtlichen Regelungsvorschriften in der Schweiz, RIW - Recht der internationalen Wirtschaft, Heft 2/1992, S.128-135

Schredelsecker, K. (1975): Eigentümerkontrolle in der großen Aktiengesellschaft - Ein Beitrag zur Diskussion um ein Unternehmensverfassungsrecht, Bern, Frankfurt am Main 1975

Schwarze, H.-J. (1994): Insiderregelung im Spannungsfeld der Praktikabilität, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, BFuP 2, 1994, S.124-135

Schwegmann, V.; Pfaffenberger, W.C. (1991): Möglichkeiten und Grenzen von Abwehrmaßnahmen der Verwaltung gegen feindliche Übernahmeangebote, DBW - Die Betriebswirtschaft 51, 1991, S.561-581

Seyhun, H.N. (1986): Insiders´ Profits, Cost of Trading, and Market Efficiency, Journal of Financial Economics 16, 1986, S.189-212

Sharpe, W.F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance 19, 1964, S.425-442

Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1986): Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interest, Rand Journal of Economics 17, 1986, S.293-309

Smith, C.W.; Warner, J.B. (1979): On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, Journal of Financial Economics 7, 1979, S.111-161

Spence, A.M. (1973): Job Market Signalling, Quarterly Journal of Economics 87, 1973, S.355-379

Spremann, K. (1988): Reputation, Garantie, Information, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB 58, 1988, S.613-629

Spremann, K. (1990): Asymmetrische Information, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB 60, 1990, S.561-586

Spremann, K. (1991): Investition und Finanzierung, 4., verbesserte Auflage, München, Wien, Oldenburg 1991

Star, M.G. (1989): Odd Lots Targeted, Pensions & Investment Age, Vol. 17, Nr. 14, 1989, S.35-36

Stein, J.C. (1988): Takeover Threats and Managerial Myopia, Journal of Political Economy 96, 1988, S.61-80

Steinmann, H. (1969): Das Großunternehmen im Interessenkonflikt - Ein wirtschaftswissenschaftlicher Diskussionsbeitrag zu Grundfragen einer Reform der Unternehmensordnung in hochentwickelten Industriegesellschaften, Stuttgart 1969

Steinmann, H.; Gerum, E. (1978): Reform der Unternehmensverfassung: Methodische und ökonomische Grundüberlegungen, Köln, Berlin, Bonn, München 1978

Stewart, S. (1976): Should a Company Repurchase Its Own Stock ?, The Journal of Finance 31, 1976, S.911-921

Stiglitz, J.E. (1974): On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, American Economic Review 64, 1974, S.851-866

Stiglitz, J.E. (1988): Why Financial Structure Matters, Journal of Economic Perspectives 2, 1988, S.121-126

Stiglitz, J.E.; Weiss, A. (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review 71, 1981, S.393-410

Stulz, R.M. (1988): Managerial Control of Voting Rights - Financing Policies and the Market for Corporate Control, Journal of Financial Economics 20, 1988, S.25-54

Süchting, J. (1989): Finanzmanagement - Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 5., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden 1989

Sünner, E. (1991): Zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen in Deutschland, in: Westermann, H.P.; Rosener, W. (Hrsg.): Festschrift für Karlheinz Quack zum fünfundsechzigsten Geburtstag, Berlin, New York 1991

Swoboda, P. (1991): Betriebliche Finanzierung, 2., erweiterte und völlig überarbeitete Auflage, Heidelberg 1991

Szewczyk, S.H. (1992): The Intra-Industry Transfer of Information Inferred from Announcements of Corporate Security Offerings, The Journal of Finance 47, 1992, S.1935-1945

Talmor, E. (1981): Asymmetric Information, Signalling and Optimal Corporate Financial Structure, Journal of Financial and Quantitive Analysis 16, November 1981, S.413-435

Teubner, G. (1989): Recht als autopoietisches System, Frankfurt am Main 1989

Thakor, A.V. (1993): Information, Investment Horizon, and Price Reactions, Journal of Financial and Quantitative Analysis 28, 1993, S.459-482

Thomée, F. (1974): Das Boardsystem - eine Alternative zum Aufsichtsrat ?, Zeitschrift für Organisation 43, 1974, S.185-191

Vermaelen, T. (1981): Common Stock Repurchases And Market Signalling, Journal of Financial Economics 9, 1981, S.139-183

Vogel, W.C. (1980): Aktienrecht und Aktienwirklichkeit - Organisation und Aufgabenteilung von Vorstand und Aufsichtsrat - Eine empirische Untersuchung deutscher Aktiengesellschaften, Baden-Baden 1980

Weinraub, H.; Austin, D.V. (1974): Treasury Stock Reacquisition: 1971-1973, Financial Executive, August 1974, S.28-34

Welchowski, P. (1981): Unternehmensverfassung im Wandel, Dissertation, München 1981

Werner, W. (1989): Probleme "feindlicher" Übernahmeangebote im Aktienrecht, Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft zu Berlin, Heft 115, Berlin, New York 1989

Weston, J.F.; Chen, Y. (1994): A Tale of Two Eras, Business Economics, Januar 1994, S.27-33

Wiethölter, R. (1961): Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961

Wilcke, E. (1991): International M&A: Germany, International Financial Law Review, Januar 1991, S.49-53

Wild, J. (1971): Management-Konzeption und Unternehmensverfassung, in: Schmidt, R.-B. (Hrsg.): Probleme der Unternehmensverfassung, Gedanken zum 70. Geburtstag von Martin Lohmann, Tübingen 1971, S.57-95

Williams, J. (1988): Efficient Signalling with Dividends, Investment, and Stock Repurchases, The Journal of Finance 43, 1988, S.737-747

Williamson, O.E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York: Free Press, 1975

Williamson, O.E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism, New York: Free Press, 1985

Williamson, O.E. (1988): Corporate Finance and Corporate Governance, The Journal of Finance 43, 1988, S.567-591

Williamson, O.E. (1991): Comparative Economic Organization, in: Ordelheide, D.; Rudolph, B.; Büsselmann, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S.13-49

Williamson, O.E. (1991a): The Logic of Economic Organization, in: Williamson, O.E.; Winter, S.G. (Hrsg.): The Nature of the Firm - Origins, Evolution, and Development, Oxford University Press, New York, Oxford 1991, S.90-116

Witte, E. (1978): Die Verfassung des Unternehmens als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Forschung, DBW - Die Betriebswirtschaft 38, 1978, S.331-340

Witte, E. (1984): Die Unternehmensverfassung als Kooperationsmodell, in: Albert, H. (Hrsg.): Ökonomisches Denken und soziale Ordnung, Festschrift für Erik Boettcher, Tübingen 1984, S.261-274

Wöhe, G. (1986): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 16., überarbeitete Auflage, München 1986

Wöhe, G. (1991): Die Steuern des Unternehmens, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, München 1991

Woods, D.; Brigham, E. (1966): Stockholder Distribution Decisions: Share Repurchases or Dividends ?, Journal of Financial and Quantitative Analysis, März 1966, S.15-28

Young, A. (1967): The Performance of Common Stock Subsequent to Repurchase, Financial Analysts Journal, September/ Oktober 1967, S.117-121

Young, A.; Marshall, W. (1968): A Mathematical Model for Re-acquisition of Small Shareholdings, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Dezember 1968

Young, A.; Marshall, W. (1971): Controlling Shareholder Servicing Costs, Harvard Business Review, Januar/ Februar 1971

Ziebe, J. (1982): Die Regelung des Erwerbs eigener Aktien in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft, AG - Die Aktiengesellschaft - Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, 7/1982, S.175-190

Zilias, M.; Lanfermann, J. (1980): Die Neuregelung des Erwerbs und Haltens eigener Aktien (Teil II), Die Wirtschaftsprüfung 33, 1980, S.89-97

Aus unserem Programm

Rainer Albrecht
Die Hedgingeffektivität von Aktienindexfutures
1995. XXII, 213 Seiten, Broschur DM 89,-/ ÖS 659,-/ SFr 84,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6198-6
Der Autor kristallisiert anhand objektiver Auswahlkriterien fünf zentrale Hedgingmodelle aus der großen Anzahl verschiedener Theorien heraus und vergleicht sie empirisch miteinander.

Ulrich Boettger
Cash-Management internationaler Konzerne
Strategien - Organisation - Umsetzung
1995. XXV, 346 Seiten, Broschur DM 118,-/ ÖS 921,-/ SFr 118,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6148-X
In der Praxis internationaler Konzerne spielt die Überschußliquidität eine bedeutende Rolle. Die Dimension des Objekts und das Ausmaß der Entscheidungswirkungen verlangen strategische Ansätze für das Cash-Management.

Ulrich Entrup
Kapitalmarktreaktionen auf Optionsanleihen
Finanzierungstheoretische Begründung und empirische Analyse der Aktienkursreaktionen
1995. XXII, 261 Seiten, Broschur DM 98,-/ ÖS 765,-/ SFr 98,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6190-0
Ulrich Entrup diskutiert kritisch die in der Finanzierungstheorie entwickelten Hypothesen über den Informationsgehalt von Finanzierungsentscheidungen und untersucht ihre Erklärungskraft für die beobachteten Kursreaktionen auf Optionsanleihen.

Michael Fröhls
Internationale Joint Ventures
Eine finanztheoretische Analyse aus der Sicht der Eigenkapitalanleger
1995. XXVII, 274 Seiten, Broschur DM 98,-/ ÖS 725,-/ SFr 92,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6250-8
Im Rahmen der modernen Finanztheorie untersucht Michael Fröhls anhand optionspreis- und agenturtheoretischer Überlegungen mögliche Implikationen von Investitionen in Joint Ventures auf die Wohlfahrt der Eigenkapitalgeber.

Robert Hennigs
Die Börseneinführung von Tochtergesellschaften
Entscheidungsproblem im Konzern
1995. XIX, 246 Seiten, Broschur DM 98,-/ ÖS 765,-/ SFr 98,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6169-2
Robert Hennigs entwickelt Varianten eines Emissionskonzepts für die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes, die die Spezifika von Mutter- und Tochtergesellschaft berücksichtigen. und gelangt zu einer gewichteten Gesamtaussage.

Christian Röckemann
Börsendienste und Anlegerverhalten
Ein empirischer Beitrag zum Noise Trading
1995. XXI, 246 Seiten, Broschur DM 98,-/ ÖS 765,-/ SFr 98,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6099-8
Es läßt sich ein sicherer Zusammenhang und damit prägender Einfluß von Noise Tradern auf die Preisgestaltung am deutschen Aktienmarkt erkennen. Irregulär erscheinende Handlungen haben also einen deutlichen Einfluß auf den Markt.

Andreas Schmidt
Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen
Anleihe, Bankkredit und Bankbeteiligung als strategische Variable
1995. XI, 130 Seiten, Broschur DM 89,-/ ÖS 659,-/ SFr 84,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6243-5
Es wird deutlich, daß die Emittierung von Schuldtiteln wie Commercial Paper entgegen den herrschenden Vorstellungen durchaus auch für Unternehmen mit niedriger Reputation sinnvoll sein kann.

Stefan Schulze
Berechnung von Kapitalkosten
Ein Konzept für nationale und internationale Unternehmen
1994. XXVI, 227 Seiten, Broschur DM 98,-/ ÖS 765,-/ SFr 98,-
GABLER EDITION WISSENSCHAFT
ISBN 3-8244-6088-2
Das in diesem Buch dargestellte Konzept erlaubt, die finanzwirtschaftliche Steuerung in- und ausländischer Investitionen an den Renditeforderungen der Kapitalgeber auszurichten.